



أثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء سوق الأوراق المالية

دراسة حالة سوق الدوحة-قطر- للأوراق المالية خلال الفترة(2008-2013)

مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية: تخصص أسواق مالية وبورصات

إشراف الدكتور

– عبد الله غالم

إعداد الطالب

- عقبة خضير

لجنة المناقشة

رئيسا	جامعة بسكرة	أستاذ محاضر "أ"	د/ رابح خوني
مشرفا ومقررا	جامعة بسكرة	أستاذ محاضر "أ"	د/ عبد الله غالم
ممتحنا	جامعة قالمة	أستاذ محاضر "أ"	د/ ناصر بوعزيز
ممتحنا	جامعة بسكرة	أستاذ محاضر "أ"	د/ مبروك رايس

السنة الجامعية 2014 م - 2015 م

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

شكر وعرفان

في هذا المقام العلمي أتقدم بالشكر الجليل والعرفان والافتخار والاحترام

إلى أستاذي الفاضل المشرف :

الدكتور خالد عبد الله الأشرافه علي هذا العمل، وله كل الشكر والعرفان بالجميل علي

صبره بتقريعه كل النصائح والتوجيهات وتحمله

معني طيلة انجاز هذا البحث.

كما أتقدم بالشكر والامتنان إلى لجنة المناقشة علي قبولها قراءة ومناقشة المذكرة، وإلى كل

الأساتذة الذين تعلمت عليهم خلال دراستي الجامعية

الأعمال

أهدي هذا العمل العلمي المتواضع إليك :

إلى روح والدي رحمه الله

وإلى والدي أظالم الله في عمرها بالصحة والعافية

وإلى إخوتي وأخواتي وزملائي في الدراسة

روح شهداء الأمة العربية والإسلامية

الملخص

أولا : باللغة العربية

تعتبر سوق الأوراق المالية مركزا حيويا في النظم الاقتصادية المعاصرة ، خاصة النظم الرأسمالية ، إذ تمثل آلية يتم من خلالها تحويل الموارد المالية من الوحدات الاقتصادية المدخرة والتي تتوفر فيها فوائض مالية إلى الوحدات التي تعاني من عجز مالي .

حيث تلعب الاستثمارات الأجنبية دورا كبيرا في التنمية الاقتصادية لجميع الدول وخاصة الدول النامية التي ينقصها رأس المال ، وحيث تكون معدلات الادخار في تلك الدول عادة منخفضة ، وكما تمارس أسواق الأوراق المالية دورا كبيرا في جذب الاستثمارات الأجنبية ، أو الاستثمارات المالية للأجانب .

تعتبر سوق المالي القطري من الأسواق المالية الجاذبة للاستثمارات الأجنبية الغير مباشرة ، وبالتالي فهي معرضة إلى التذبذبات الناتجة عن قرارات المستثمرين الأجانب ، لذا فمن الأهمية أن نبحث في أهمية هذا النوع من الاستثمار الأجنبي ، ودراسة إشكالية مدى تأثير الاستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء سوق الدوحة للأوراق المالية ، فتوصلنا إلى أن الاستثمار الأجنبي غير المباشر له تأثير على سوق الأوراق المالية ، وتختلف درجة التأثير من قطاع إلى آخر .

الكلمات المفتاحية :

سوق الأوراق المالية - أداء تعاملات المستثمرين - مؤشر السوق - سوق الدوحة - قرار استثماري

ثانيا : باللغة الانجليزية:

The stock market is Active center in contemporary economic systems, Private capitalist systems. It represents a mechanism through which the transfer of financial resources from economic units saved, which is available to financial surpluses units that suffer from male impotence.

Where foreign investment plays a significant role in the economic development of all countries, especially developing countries, which lack the capital, where the savings rate in those countries is usually low, as it is practiced securities markets a major role in attracting foreign investments, or financial investment for foreigners.

Qatar's financial market is one of the attractive financial markets to foreign investments indirect, and are therefore exposed to fluctuations resulting from the decisions of foreign investors, so it is important to look at the importance of this type of foreign investment, and the study of the problem of the extent of foreign investment, the impact of indirect

performance Doha Securities Market Finance, where we determined that foreign investment is a direct effect on the stock market, and the degree of impact varies from one sector to another.

- Key words:

Stock market- investors trading performance- the market index- the Doha Securities Market - investment decision.

فهرس المحتويات

الصفحة	الموضوع
	فهرس المحتويات
	فهرس الجداول
	فهرس الأشكال
أ	مقدمة
	المقدمة
ب	الإشكالية
ب	التساؤلات
ب	الفرضيات
ج	أهداف الدراسة
ج	أهمية الدراسة
ج	حدود الدراسة
د	منهج وأدوات الدراسة
د	الدراسات السابقة
19	الفصل الأول: الجوانب النظرية والفنية لسوق الأوراق المالية
20	المبحث الأول : موقع سوق الأوراق المالية من السوق المالي
20	المطلب الأول: مفاهيم أساسية حول السوق المالي
27	المطلب الثاني: سوق الأوراق المالية مفهومها, وظائفها وخصائصها
29	المطلب الثالث : سوق الاوراق المالية المكونات والمقومات
35	المطلب الرابع : تنظيم وسير سوق الأوراق المالية
43	المبحث الثاني : الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية
43	المطلب الأول : الأسهم
49	المطلب الثاني : السندات
54	المطلب الثالث : المشتقات المالية
64	المبحث الثالث : التحليل الاستثماري في سوق الأوراق المالية

64	المطلب الأول : التحليل الأساسي
68	المطلب الثاني : التحليل الفني
78	المطلب الثالث: أوجه الاختلاف بين التحليل الأساسي والفني
80	المبحث الرابع : كفاءة ومؤشرات سوق الأوراق المالية
80	المطلب الأول :كفاءة سوق الأوراق المالية
84	المطلب الثاني : المؤشرات المالية
89	المطلب الثالث :أهم المؤشرات العالمية والعربية
94	الفصل الثاني : الاستثمار الأجنبي غير المباشر
96	المبحث الأول : أساسيات الاستثمار الاجنبي
96	المطلب الأول :مفاهيم عامة حول الاستثمار
104	المطلب الثاني : الاستثمار الأجنبي مفهومه وأهميته
106	المطلب الثالث :الاستثمار الاجنبي غير المباشر
110	المبحث الثاني:التقنيات المتعلقة بالاستثمار الأجنبي غير المباشر
110	المطلب الأول : تصنيفات وأدوات الاستثمار الأجنبي غير المباشر
117	المطلب الثاني : قنوات الاستثمار الأجنبي غير المباشر
119	المطلب الثالث : مخاطر الاستثمار الأجنبي غير المباشر
124	المبحث الثالث : المحفظة الاستثمارية
124	المطلب الأول : مفاهيم أساسية حول المحفظة الاستثمارية
130	المطلب الثاني : تكوين المحفظة الاستثمارية
133	المطلب الثالث: ادارة المحفظة الاستثمارية
138	المبحث الرابع : الاستثمار الأجنبي غير المباشر
138	المطلب الأول: محددات الاستثمار الأجنبي غير المباشر
141	المطلب الثاني : دوافع الاستثمار الأجنبي غير المباشر
144	المطلب الثالث : اتجاهات الاستثمار الأجنبي ودور الدول العربية في جذب الاستثمارات
148	الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لأثر الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة على أداء سوق الدوحة لأوراق المالية
150	المبحث الأول : تقديم سوق الدوحة للأوراق المالية

150	المطلب الأول: الأساس التنظيمي لسوق الدوحة
163	المطلب الثاني: الواقع العملي لسوق الدوحة
166	المطلب الثالث: تطور أداء سوق الدوحة للأوراق المالية
172	المطلب الرابع: تطورات ذات علاقة بنشاط السوق
176	المبحث الثاني : دراسة استقرارية مؤشر الدوحة
177	المطلب الأول: عرض تطور مؤشر سوق الدوحة للأوراق المالية
178	المطلب الثاني : دراسة استقرارية المؤشر باستخدام دالة الارتباط الذاتي واختبار ديكي فولر
182	المطلب الثالث: دراسة استقرارية المؤشر باستخدام اختبار ديكي فولر المتطور واختبار فليب بيرون واختبار kpss.
187	المبحث الثالث: نمذجة قياسية لمؤشر السوق بدلالة الاستثمار الأجنبي غير المباشر
187	المطلب الأول : الإطار العام لدراسة الحالة
188	المطلب الثاني : تقديم النموذج القياسي المقترح لمؤشر السوق
193	المطلب الثالث : تقديم النموذج القياسي باستعمال القيم المصححة المقترح لمؤشر السوق
199	الخاتمة

فهرس الجداول

الصفحة	الموضوع	الرقم
87	الفرق بين التحليل الأساسي والتحليل الفني	1-1
98	يوضح الفرق بين المضاربة والاستثمار والمقامرة	1-2
145	الاستثمار الأجنبي المباشر في العالم ومجموعات الدول المتقدمة والبلدان النامية	2-2
172	تطور الناتج المحلي الإجمالي لدولة قطر خلال الفترة (2008-2013)	1-3
173	تطور الرقم القياسي للأسعار لدولة قطر خلال الفترة (2008-2013)	2-3
174	تطور التجارة الخارجية لدولة قطر خلال الفترة (2008-2013)	3-3
174	تطور ميزان المدفوعات لدولة قطر خلال الفترة (2008-2013)	4-3
178	نتائج اختبار معنوية معاملات دالة الارتباط الذاتي	5-3
180	نتائج تقدير النموذج رقم (3)	6-3
181	نتائج تقدير النموذج رقم (2)	7-3
183	نتائج تقدير نموذج رقم (01)	8-3
183	نتائج تقدير المعادلة (4,5,6)	9-3
184	نتائج تقدير نماذج (03,02,01)	10-3
185	نتائج تقدير نماذج (03,02)	11-3
189	نتائج الارتباط بين متغيرات النموذج	12-3
190	نتائج الانحدار الخطي المتعدد للنموذج	13-3
194	نتائج تقدير نموذج مؤشر السوق بعد تصحيح مشكل الارتباط الذاتي للأخطاء	14-3

فهرس الأشكال

الصفحة	الموضوع	الرقم
26	مكونات السوق المالي	1-1
81	حركة الأسعار في ظل الكفاءة الاقتصادية والكفاءة الكاملة للسوق في حالي المعلومات السارة وغير سارة.	2-1
103	يوضح تبويبات الاستثمار	1-2
136	تصنيف أداء المحفظة	2-2
167	تطور مؤشر سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة (2008 - 2013)	1-3
168	يوضح تطور مؤشر سوق الدوحة المحسوب من قبل AMF خلال سنة 2013	2-3
169	تطور الرسملة لسوق الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة (2008 - 2013)	3-3
169	تطور قيمة الأسهم المتداولة في سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة (2008 - 2013)	4-3
170	التوزيع القطاعي لقيمة الأسهم المتداولة على القطاعات بسوق الدوحة خلال سنة 2013	5-3
171	تطور قيمة الأسهم المتداولة في سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة (2008 - 2013)	6-3
171	متوسط التداول اليومي لسوق الدوحة خلال السداسي الثاني لسنة 2009	7-3
175	تطور سعر الصرف مقابل الدولار خلال السداسي الثاني لسنة 2013	8-3
177	تطور مؤشر سوق الدوحة للأوراق المالية للفترة (2008/01/01 - 2013/12/31)	9-3
192	مناطق اتخاذ القبول والرفض لاختبار دارين واتسون DW	10-3
196	التمثيل البياني للسلسلة الحقيقية مع النموذج المقدر لمعادلة مؤشر السوق	11-3

المقدمة

عرف العالم مجموعة من التطورات والتغيرات أثرت على الجوانب الاقتصادية والسياسة للدول، ومن بين هذه التطورات الاهتمام بمصادر التمويل، الشيء الذي أعطى أهمية متزايدة لوجود الأسواق المالية بشكل عام والبورصات بشكل خاص، مع العمل على تطويرها بهدف إيجاد أسواق مالية تتكيف مع التطورات والتغيرات التي يعرفها الاقتصاد العالمي وهذا كله من منطلق الدور الذي تلعبه الأسواق المالية في تحقيق التنمية الاقتصادية إن المتتبع للتطورات الحالية التي يعرفها الاقتصاد العالمي يمكنه أن يسجل بوضوح التزايد الكبير لأهمية أسواق رؤوس الأموال، حيث اتجهت معظم الاقتصاديات نحو اقتصاد السوق الذي يحتوي على متغيرات مالية واقتصادية، وحرية انتقال رؤوس الأموال الشيء الذي أدى إلى ازدياد دور أسواق رؤوس الأموال في استقطاب الأموال المحلية والأجنبية خاصة في ظل التطورات التكنولوجية الكبيرة، التي أسقطت الحواجز حيث أصبحت عمليات التداول وعقد الصفقات وتنفيذها عالميا وفي وقت قياسي.

لقد أصبح لزوما على كل دولة أن يكون لديها سوق للأوراق المالية، وذلك للدور الهام الذي تلعبه في توفير الموارد المالية اللازمة لتمويل المشروعات الاستثمارية وكذلك إيجاد فرص للتوظيف الفعال أمام أصحاب الفوائض المالية، لذلك فإن أسواق الأوراق المالية لها دورا فعالا في كفاءة الأداء الاقتصادي من خلال استقطاب رؤوس الأموال المحلية والأجنبية، إن تنشيط وتطوير أسواق الأوراق المالية مرتبط بتسريع عجلة النمو الاقتصادي ولا سيما في ظل العولمة المالية التي أدت إلى اتجاه الكثير من الدول لربط أسواقها المالية بالأسواق الدولية، ما نتج عن ذلك زيادة في التحرر المالي الذي أدى إلى زيادة التدفقات المالية إلى العديد من الدول النامية التي كانت في صورة استثمارات في الأوراق المالية والتي عرفت فيما بعد بمصطلح الاستثمار الأجنبي غير المباشر، والمتمثل في شراء الأوراق المالية من الأسهم والسندات من قبل المستثمرين الأجانب وإعادة بيعها.

إن للاستثمارات الأجنبية دورا كبيرا في التنمية الاقتصادية لجميع الدول وخاصة الدول النامية التي ينقصها رأس المال، أين تكون معدلات الادخار في تلك الدول عادة منخفضة. كما تمارس أسواق الأوراق المالية دورا كبيرا في جذب الاستثمارات الأجنبية أو الاستثمارات المالية للأجانب مما يساهم في توفير الأموال اللازمة للشركات المحلية لتوسيع أنشطتها الإنتاجية وهو ما ينعكس على زيادة الدخل والتوظيف وبالتالي تحسين مستوى المعيشي في البلد. ضف إلى ذلك إن أسواق الأوراق المالية من خلال آلية السعر تقدم مؤشرا يعكس أداء الشركات المدرجة فيها وبالتالي فهي توجه الاستثمارات الأكثر كفاءة وربحية في الأمد البعيد.

وعليه فسوق الدوحة للأوراق المالية يعتبر من بين سوق الأوراق المالية التي تهتم في جذب الاستثمارات الأجنبية غير مباشرة وبالتالي فهي معرضة للتذبذبات الناتجة عن قرارات المستثمرين الأجانب البيعية والشرائية التي تؤثر على أداء هذه السوق وعليه نحاول في هذه الدراسة أثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء سوق الدوحة للأوراق المالية.

وتأسيسا مما تقدم طرحنا الإشكالية التالية :

I - الإشكالية:

ما مدى تأثير الاستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة (2008-2013) ؟

II - الأسئلة الفرعية:

- هل يعتبر سوق الدوحة سوقا جاذبا للاستثمارات الأجنبية غير المباشرة ؟
- هل يعتبر سوق الدوحة للأوراق المالية سوق مالي كفاء عند المستوى الضعيف؟
- هل يختلف تأثير الاستثمار الأجنبي غير المباشر من قطاع إلى آخر على أداء السوق؟
- هل هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين الاستثمار الأجنبي غير المباشر في القطاعات الاقتصادية وأداء سوق الدوحة ؟

III - الفرضيات :

- يعتبر سوق الدوحة سوقا جاذبا للاستثمارات الأجنبية غير المباشرة .
- يعتبر سوق الدوحة للأوراق المالية سوق مالي كفؤ عند المستوى الضعيف.
- يختلف تأثير الاستثمار الأجنبي غير المباشر في القطاعات على أداء السوق من قطاع إلى آخر.
- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الاستثمار الأجنبي غير المباشر في القطاعات الاقتصادية وأداء سوق الدوحة.

IV - أسباب اختيار الموضوع :

- من الأسباب الدافعة بنا لاختيار هذا الموضوع :
- كون الموضوع ضمن جانب التخصص: الأسواق المالية والبورصات.
- نظرا للأهمية التي يكتسيها موضوع الأسواق المالية
- التعرف على العوامل المحددة للاستثمارات الأجنبية غير المباشرة.

- اختيارنا لسوق الدوحة للأوراق المالية كونه يعد أحد أهم أسواق المال العربية الواعدة.

V - أهداف الموضوع :

- محاولة التعرف على بورصة الأوراق المالية وتحديد الإطار النظري من حيث تعريفها وهيكلها وتنظيمها وتسييرها.

- دراسة أثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء سوق الدوحة للأوراق المالية.

- محاولة معرفة وفهم التحاليل التي يمكن الاستعانة بها في فهم تحركات أسعار الأسهم.

VI - أهمية الموضوع :

- تكمن أهمية البحث فيما يلي:

- تنبع أهمية الأسواق المالية من خلال الدور التي تقوم به وهو تعبئة المدخرات وتوظيفها من خلال الاستثمار، كذلك تعتبر أداة فعالة للاقتصاد الوطني، من خلال التأثير في مختلف جوانب الاقتصاد مما يخلق آثار جديدة. بالإضافة إلى أنها تقوم بتوفير الموارد الحقيقية لتمويل مشروعات عن طريق إعادة بيع الأسهم والسندات التي تم طرحها، كما تعتبر أداة رئيسية لتشجيع التنمية الاقتصادية وتحقيق جملة من المنافع .

- إن الاستثمار الأجنبي غير مباشر من العوامل التي أسهمت في تطوير الأسواق المالية ونالت اهتمام كثير من الدول لجذب رؤوس الأموال الأجنبية إلى تلك الدول بغية تسريع عجلة التنمية الاقتصادية المنشودة لذا قمنا بالبحث في أهمية هذا النوع من الاستثمار الأجنبي غير المباشر، ودراسة ما إذا كانت التداولات الأجنبية للأسهم في سوق الدوحة للأوراق المالية تؤثر على أداء سوق المال.

- يوضح البحث أهم المحددات التي تؤثر في جذب الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة، وهذا يدعو إلى بذل المزيد من الاهتمام بتلك الجوانب التي من شأنها أن تساعد في جذب رؤوس الأموال الأجنبية وتنشيط سوق الأوراق المالية.

VII - حدود الدراسة:

تمثل حدود الدراسة في مؤشر سوق الأوراق المالية ، وقيمة الاستثمارات الأجنبية في القطاعات

الاقتصادية (بنوك والمؤسسات المالية، التأمين، الخدمات، الصناعة)، وهذا خلال الفترة الممتدة من

2008/01/01 إلى 2013/12/31 أي بتقدير 73 مشاهدة شهرية.

أما الحدود المكانية فتتمثل في سوق الدوحة للأوراق المالية والذي يعتبر من أهم الأسواق المالية العربية الواعدة من حيث مؤشر السوق ، وحجم التداول ، الرسلة البورصية، التنظيم، وتقتصر هذه الدراسة على التحقق من تأثير الاستثمار الأجنبي غير المباشر في القطاعات الاقتصادية على أداء سوق الدوحة للأوراق المالية .

VIII - منهج وأدوات الدراسة :

نظرا لطبيعة البحث وبغية إنهاء تطلعات الدراسة، اعتمدنا على جملة من المناهج والدراسات الاقتصادية والمالية حيث تم توظيف كل منهج كلما دعت الحاجة البحثية لذلك . وبشكل عام تم استخدام الأسلوب الوصفي التحليلي وهذا في الفصلين الأول والثاني ، من أجل مراجعة المادة العلمية المستقاة من مختلف المراجع والدوريات العلمية المتخصصة في مجال الأسواق المالية ، كما تم استخدام الأسلوب القياسي وهذا في الفصل الثالث الخاص بالدراسة التطبيقية (استخدام النماذج الإحصائية والرياضية).

IX الدراسات السابقة:

دراسة **Unite, Angelo Africa (1997)**: تناولت الدراسة أثر تحرير سوق رأس المال على

سوق الأسهم الفلبينية، حيث تم دراسة تأثير قرارات التحرير الاقتصادي على السوق المحلي وتعاملات المستثمرين في السوق المالي الفلبين، وتوصلت الدراسة إلى أن قرارات التحرير الاقتصادي تؤدي إلى تشجيع التدفقات الاستثمارية الأجنبية.

دراسة أحمد فتحي عبد السميع حسن بعنوان : المتغيرات الاقتصادية وتأثيرها على قرارات

الاستثمار في سوق الأوراق المالية المصري، رسالة ماجستير في الاقتصاد، جامعة قناة السويس، كلية التجارة، 2009، حيث خلصت الدراسة إلى وجود علاقة طردية بين سعر الصرف والمؤشرات الرئيسية لسوق الأوراق المالية من الناحية النظرية أما من الناحية العملية فلا توجد علاقة ولكن قد تكون ناتجة عن العلاقة بين سوق الأوراق المالية وسوق العملات نتيجة للمضاربات التي تحدث في السوق وكذلك توصلت إلى وجود علاقة طردية بين سعر الصرف وكل من التضخم وبرنامج الخصخصة وعلاقة عكسية مع سعر الفائدة بكل فئاتها وتوصلت أيضا إلى وجود علاقة عكسية بين التضخم والقيمة السوقية للأسهم والمؤشر العام لهيئة سوق الأوراق المالية وذلك نتيجة إلى أن أغلب المتعاملين في السوق بالصفة اليومية هم صغار المستثمرين .

دراسة دارين وشاح بعنوان : دور الاستثمارات الأجنبية في تطوير أداء سوق فلسطين للأوراق المالية، رسالة ماجستير، جامعة غزة، كلية التجارة، 2009 وقد أجريت الدراسة على عينة تقدر 36 شركة من الشركات المدرجة في السوق المالي الفلسطيني وكما استخدم الاستبيان كأداة لجمع ومعالجة البيانات والمعلومات وتوصلت الدراسة إلى أن السوق المالي لا يقوم بدوره كاملا في دعم الاستثمار الأجنبي وتشجيعه على الاستثمار داخل فلسطين .

دراسة سليم جابو، بعنوان : تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة عمان للأوراق المالية رسالة ماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة 2001-2010 ، حيث أوضحت الدراسة أن أسعار الأسهم في بورصة عمان لا تتحرك بطريق عشوائية ، كما بينت نتائج الدراسة أن بورصة عمان حساسة للصدمات وارتباطها سلبا بالأزمات الأخيرة.

دراسة صلاح حسن أحمد بعنوان : الاستثمار الأجنبي غير المباشر وانعكاسه على تداول الأسهم في سوق الأوراق المالية العراقي ، الدراسة عبارة عن مقال نشر في مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد الخاص بمؤتمر الكلية في سنة 2013 حيث شملت عينة الدراسة 13 مصرفا ضمن القطاع المصرفي وتوصلت الدراسة إلى وجود معنوي ذات دلالة إحصائية بين متوسط عوائد الأسهم قبل وبعد دخول الاستثمار الأجنبي غير المباشر مما يشير إلى تأثير الاستثمار الأجنبي غير المباشر في عوائد الأسهم العادية للمصارف ، وكذلك توصلت الدراسة إلى عدم وجود اختلاف معنوي ذات دلالة إحصائية بين متوسط عدد الأسهم قبل وبعد دخول الاستثمار الأجنبي غير المباشر.

محاولة منا لفهم سوق الأوراق المالية وكل ما يتعلق بها من خلال تعريفها وأهميتها ومؤشرات وأدوات التحليل التي تعتمد فيها لتحليل حركة الأسعار، محاولة فهم وتحديد محددات الاستثمار الأجنبي غير المباشر والعوامل المؤثرة على اتخاذ القرار الاستثماري وهذا من خلال تقديم تحليل نظري قدمناه في فصلين.

أما الفصل الثالث قمت بإيجاد العلاقة بين الاستثمار الأجنبي غير المباشر وأداء سوق الأوراق المالية، وتحليل تطبيقي قدمته في الفصل (دراسة تطبيقية لأثر الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة على أداء سوق الدوحة لأوراق المالية) وهو ما يميز دراستي هذه عن الدراسات السابقة.

X - هيكل البحث :

من خلال موضوع البحث: " دراسة أثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء سوق الأوراق المالية دراسة حالة سوق الدوحة للأوراق المالية" ، من أجل الإلمام بكل جوانب الموضوع قمت بتقسيم الدراسة إلى ثلاث فصول، حيث تطرقت في **الفصل الأول** الجوانب النظرية والفنية لسوق الأوراق المالية، حيث تعرضت في المبحث الأول إلى موقع سوق الأوراق المالية من السوق المالي، وفي المبحث الثاني إلى الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية، وفي المبحث الثالث التحليل الاستثماري في سوق الأوراق المالية، وفي المبحث الرابع إلى كفاءة ومؤشرات سوق الأوراق المالية، أما فيما يخص **الفصل الثاني** فجاء تحت عنوان الاستثمار الأجنبي غير المباشر حيث احتوى المبحث الأول على أساسيات الاستثمار الأجنبي غير المباشر، والمبحث الثاني على التقنيات المتعلقة بالاستثمار الأجنبي غير المباشر والمبحث الثالث حول المحفظة الاستثمارية، والمبحث الرابع حول الاستثمار الأجنبي غير المباشر (المحددات ، الدوافع، والاتجاهات)، أما في **الفصل الثالث** الموسوم بعنوان دراسة تطبيقية لأثر الاستثمار الأجنبي غير المباشرة على أداء سوق الدوحة للأوراق المالية، حيث احتوى المبحث الأول على تقديم سوق الدوحة للأوراق المالية واحتوى المبحث الثاني على دراسة استقرارية مؤشر الدوحة أما المبحث الثالث فاحتوى على نمذجة قياسية لمؤشر السوق بدلالة الاستثمار الأجنبي غير المباشر.

الفصل الأول

الجوانب النظرية والفنية لسوق الأوراق المالية

تمهيد :

لقد حظيت الأسواق المالية في العصر الحديث وخاصة بعد العولمة مكانة عظيمة ، حيث أصبح اقتصاد الدول يقاس بمقدار تطور السوق المالي والذي هو مرآة حقيقية تعكس عليها الصورة الصادقة للاقتصاد، وتتركز فكرة الأسواق المالية على العلاقة التي تربط حجم السوق وحجم الإنتاج ، فمع تطور حجم المشروعات وتنوع نشاطها واتساع تصريف منتجاتها زادت حاجة المشروعات لمزيد من الأموال ، من هنا يبرز الدور الحيوي للأسواق المالية حيث تشكل من خلالها تدفق الأموال من الوحدات ذات الفوائض المالية إلى الوحدات ذات العجزات المالية ، فهي تساهم بشكل كبير في زيادة حجم الاستثمارات في الاقتصاد الوطني ، وزيادة معدل النمو الاقتصادي ، وتحقيق مستوى إشباع أكبر لحاجات الأفراد.

كما تعتبر أسواق الأوراق المالية جزءا من الأسواق المالية فهي تلعب دورا هاما في تعبئة الموارد والمدخرات وهيئتها للاستثمار، وكذا بعث الحيوية في القطاعات الاقتصادية المختلفة وتحريك عجلة النمو الاقتصادي على نحو مستمر ومتزايد وجلب الاستثمارات الأجنبية ، وقصد التعرف أكثر على الجوانب النظرية والفنية لسوق الأوراق المالية استوجب علينا تحديد المفاهيم الأساسية كإطار عام لفهم وتحليل أسواق الأوراق المالية، وعليه قمنا بتقديم جملة من المفاهيم وهذا من خلال أربعة مباحث كما يلي :

المبحث الأول : موقع سوق الأوراق المالية من السوق المالي

المبحث الثاني : كفاءة سوق الأوراق المالية

المبحث الثالث : التحليل الاستثماري في سوق الأوراق المالية

المبحث الرابع : مؤشرات وكفاءة سوق الأوراق المالية

المبحث الأول : موقع سوق الأوراق المالية من السوق المالي

يشكل السوق المالي بتنظيماته المختلفة ركنا أساسيا من أركان النظام التمويلي في النظم الاقتصادية الرأسمالية التي تعتمد على القطاع المالي الخاص لما له من دور عام في تجميع المدخرات، وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية.

المطلب الأول : مفاهيم أساسية حول السوق المالي

تطرقنا في هذا المطلب إلى كل من مفهوم السوق المالي وأهميته بالإضافة إلى تحديد الشروط الملائمة لتكوينه وتحديد مكوناته.

1- مفهوم السوق المالي وأهميته

1-1- مفهوم السوق المالي (Financial market):

يستمد السوق المالي مفهومه من مفهوم السوق بشكل عام ، فالأسواق موجودة في المجتمعات البشرية منذ القدم ، ولكن السلع التي يتم التعامل في هذه الأسواق ، وكذلك وسائل وأساليب تبادل تلك السلع هي التي تغيرت عبر التاريخ وذلك تبعا لتطور الظروف الاقتصادية والاجتماعية وتبعا لتغير احتياجات الأفراد، ولارتقاء وسائل الاتصال فيما بينهم ، وقد تطور مفهوم السوق من جوانب عدة فمن جانب لم يعد محصور في إطار مكاني محدد ، ومن جانب آخر تميل الأسواق الحديثة إلى طابع التخصص من حيث أدوات الاستثمار المتداولة خلالها، ومن هنا نجد أن للأسواق المالية تعاريف عدة ولكنها تصب في معنى واحد. يعرف السوق المالي بأنه " الإطار الذي يجمع بين الوحدات المدخرة التي ترغب بالاستثمار ووحدات العجز التي هي بحاجة إلى الأموال بغرض الاستثمار عبر فئات متخصصة عاملة في السوق بشرط تتوفر قنوات الاتصال فعالة"¹ ، ويعرف أيضا بأنه " الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية ، بمشتري تلك الأوراق ، وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع ، أو المكان الذي يتم فيه، ولكن بشرط توفر قنوات اتصال فعالة في السوق بحيث تجعل الأثمان السائدة في أية لحظة زمنية معينة واحدة بالنسبة لأية

1- أرشد فؤاد التميمي، وأسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية ، عمان، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، 2004، ص106.

ورقة مالية متداولة فيه¹، ويعرف أيضا " بأنه السوق التي تتداول فيه الأدوات المالية (الأسهم والسندات) وأدوات مالية جديدة (المشتقات المالية وعقود الخيار)².

كما يعرف أيضا بأنه "الوسيلة التي يتلقى من خلالها المشترون والبائعون والوسطاء والمتعاملون من ذوي الإهتمامات المالية والنقدية وذلك بغرض تداول الأصول المالية المختلفة، الحقيقية، النقدية لفترات قصيرة وطويلة، وذلك اعتمادا على قوانين وأنظمة وتعليمات وكذلك عادات وتقاليده وأعراف معتمدة محليا ودوليا"³.

1-2- أهمية السوق المالي في الاقتصاد :

تتمثل أهمية السوق المالي بالنسبة للاقتصاد فيما يلي⁴ :

- يلعب السوق المالي دورا رئيسيا في تخطيط السياسة النقدية للدولة إذ بواسطة السوق المالي (النقدي) يتمكن البنك المركزي من ممارسة دور فعال في تغيير أسعار الفائدة وأيضا عن طريق التحكم في احتياطات البنوك التجارية التي تلعب دورا كبيرا في السوق وبالتالي يستطيع البنك المركزي من تحقيق أهداف السياسة النقدية .
- وجود سوق مالي فعال يوفر سيولة للأصول المالية قصيرة الأجل ومما يؤدي بدوره إلى انخفاض تكلفة التمويل القصير الأجل ويكون ذلك سببا لزيادة الطاقة الإنتاجية مما يخلق انتعاشا وازدهارا إقتصاديا .
- يعتبر السوق المالي مصدرا للتمويل طويلة الأجل وذلك عن طريق ما يعرف بعمليات سوق رأس المال الأمر الذي يعزز النشاط الاقتصادي ورفع مستوى الناتج الدخل القومي .
- السوق المالي يمكن من تنمية الادخار وتوجيه المدخرات لخدمة الاقتصاد الوطني وذلك عن ما يتيح وجود السوق من تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية

1- محمد مطر ، إدارة الاستثمارات ، ط5، عمان ، دار وائل للنشر والتوزيع ، 2009، ص ص 164 ، 165 .

2- Jean Barreau , Jacqueline Delahaye, Folorence Delahaye, *Gestion Financiere*, 13e edition Dunod, paris, 2004, p22.

3- هوشيار معروف ، الاستثمارات والأسواق المالية ، عمان، دار صفاء للطبع والنشر والتوزيع ، 2003، ص58.

4- طاهر حيدر حردان ، أساسيات الاستثمار ، عمان، دار المستقبل للنشر والتوزيع ، 2009، ص29-30 .

- وجود السوق المالي يمكن من تنظيم ومراقبة الإصدارات في الأوراق المالية والمتعامل بها بما يكفل سلامة هذا التعامل وسرعته وذلك فيه ضمان لمصلحة صغار المدخرين ، والمصلحة المالية هي انعكاس للمصلحة الاقتصادية عموماً.
- السوق المالي يمكن من عدالة تحديد الأسعار للأوراق المالية المتداولة وبالتالي فإن ذلك يساعد على توجيه الاستثمار نحو القطاعات الأكثر نجاحاً وذات الجدوى والمنفعة الاقتصادية الأفضل.

2- الشروط الملائمة لتكوين سوق مالي:

- يتطلب لتكوين سوق مالي توفر عدة شروط يمكننا إجمالها فيما يلي¹ :
- **زيادة عدد المؤسسات المالية الموجودة في الدولة** : ويرجع ذلك لوجود علاقة قوية بين القطاع المالي وبين تنمية المدخرات بهدف تشجيع عمليات الاستثمار ، حيث تعتبر المؤسسات المالية بمثابة أوعية ادخارية لعامة الأفراد والتي تقوم هذه المؤسسات بعمليات الإقراض إلى الأفراد والمستثمرين من أجل إنشاء شركات ومشاريع منتجة .
- **تحويل المدخرات إلى استثمارات** : تعتبر السوق المالي من أهم الأدوات التي يتم بواسطتها تحويل المدخرات المجمعة إلى استثمارات وذلك لكون هذه السوق تعد بمثابة ، سوق لاستثمار أموال الأفراد والمؤسسات والبنوك في شراء الأوراق المالية التي تمثل حصصاً من رأس مال مؤسسات صناعية أو تجارية أو عقارية أو قروضاً تتمثل في سندات .
- **إنشاء بورصات للأوراق المالية** : تعتبر بورصات الأوراق المالية من أجهزة الادخار والاستثمار الهامة في الدول ذات الحرية الاقتصادية أو ذات الاقتصاد المختلط حيث يلعب كل من القطاع العام والخاص دوراً في هذا الشأن ، فالبورصات هي أسواق لاستثمار أموال الأفراد والبنوك التجارية وصناديق التامين وصناديق الادخار وغيرها من مصادر تجميع الأموال ويتداول فيها الأوراق المالية التي تمثل حصصاً في رأس مال مؤسسات صناعية أو تجارية .

1 - حسني علي خربوش ، وآخرون ، الأسواق المالية (مفاهيم وتطبيقاتها) ، الأردن ، دار زهران للنشر والتوزيع ، 2013، ص ص 22-18.

- الاهتمام بوسائل الإعلام ومراقبتها : إن تكوين الشركات أو طرح الأسهم لا بد أن يصحبه إعلان مناسب حتى يعلم كل مستثمر وكل مدخر بالفرصة التي قد تحتاج لتوظيف أمواله ، وحتى نحافظ على مصلحة صغار المدخرين فإنه لا بد من مراقبة هذه البيانات الواردة في الإعلانات حتى تكون لها صبغة الجدوية.
- وجود حد أدنى من الاستقرار السياسي داخل الدولة وعدم وجود رقابة على النقد : تعتبر هذه النقطة من أهم العوامل لجذب رؤوس الأموال وتحويلها من الإدخارات الخاصة إلى استثمارات متوسطة وطويلة الأجل ، وإذا كان هذا العامل مهما بالنسبة للمواطن المقيم في دولته فهو أكثر أهمية بالنسبة للمستثمرين من خارج الوطن ومن خارج الدولة فالاستقرار السياسي يعتبر عاملا مهما لجذب رؤوس الأموال .
- ضرورة الاهتمام بالتنسيق بين الأنظمة والقوانين المالية التي تنظم عمل السوق : إن من أهم هذه النظم والقوانين أسعار صرف العملات والنظم والقوانين الضريبية .

3- العوامل التي تؤدي إلى نجاح السوق المالي :

- لنجاح سوق المالي يجب توفر جملة من الشروط نذكر من أهمها¹ :
- مناخ ملائم للاستثمار قائم على عنصري الثقة والتنظيم ، الثقة في النظام السياسي والاقتصادي لدوره في جذب الاستثمارات المحلية والأجنبية .
- فلسفة اقتصادية واضحة تسمح لرأس المال الخاص بتكوين الشركات المساهمة المختلطة والخاصة ويتبعها من أنظمة وقوانين .
- تنوع أدوات الاستثمار ، وهي سلعة سوق الأوراق المال ، فالتنوع بالأدوات يعني تعدد الخيارات أمام المدخرات .

1- أرشد فؤاد التميمي ، وأسامة عزمي سلام ، مرجع سابق ، ص ص، 112-113

- توفر مؤسسات مالية ومصرفية متنوعة ومتعددة قادرة على خلق الفرصة وتجميع المخاطر وتقليلها هذا بجانب فاعليتها بتسويق الإصدارات.

- حجم مناسب من المدخرات القابلة للتحويل إلى استثمارات مختلفة الآجال، حيث أن وجود السوق يحفز هذه المدخرات وتوجيهها نحو الفرص الاستثمارية .

- العمل على وجود نظام ضريبي مرن وفعال يراعي متطلبات المجتمع في التنمية من حيث الإعفاءات الضريبية على بعض أنواع الإصدارات .

- وجود عدد كبير من البنوك الوطنية والأجنبية وشركات الاستثمار وشركات المساهمة العامة وارتفاع نسبة الادخار لدى الأفراد.

4- مكونات السوق المالي

يتكون سوق المالي من شقين اثنين وهما : سوق النقد وسوق رأس المال

4-1 سوق النقد (Money market):

تعرف السوق النقدية بأنها " أسواق الاستثمار قصيرة الأجل التي لا تتجاوز أجل استحقاق الأوراق المالية فيها عن السنة الواحدة ، أي عبارة عن يتم فيها عمليات الإقراض والاقتراض فيما بين البنوك المحلية أو المحلية والأجنبية لأجل أقل من السنة ، حيث يركز هذا السوق على سعر الفائدة الذي يتحدد بناء على الطلب والعرض"¹.

وتعرف أيضا بأنها" السوق التي تتعامل في أدوات الدين القصير والمتوسط الأجل."²

تعتبر السوق النقدية أحد المصادر الأساسية في تأمين السيولة النظام المصرفي ، وفيها أيضا تجد البنوك التجارية المجال المناسب في عرض قدر هام من مواردها المالية البالغة السيولة. ويقوم البنك المركزي بالتأثير على عمل هذه السوق بدرجة كبيرة من خلال الإجراءات والضوابط التي يضعها لتنظيم وتوجيه

1- رسمية احمد أبو موسى ، الأسواق المالية والنقدية ، عمان ، المعتر للنشر والتوزيع ، 2008، ص24.
2-Dov Ogien, *pratique de Marche financier*, Ed, Dunond, paris, 2007, p37.

عمل هذه الأسواق، والإشراف والرقابة عليها وذلك من خلال استخدام أدوات السياسة النقدية، رغم أن هذا الدور والتأثير يختلف حسب طبيعة الاقتصاد وإدارته ودرجة تطوره¹.

وتمتاز سوق النقد ببعض المزايا من أهمها²:

- المرونة العالية حيث تنخفض تكاليف إجراءات إتمام الصفقات المالية كما تتميز إجراءات إتمام الصفقات المالية.

- تتميز بانخفاض درجة المخاطرة فيه وذلك لانخفاض لسببين: أولهما انخفاض درجة المخاطرة وهي المخاطر التي تنشأ عن احتمال هبوط أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه، وثانيها درجة مخاطر الدين ذاته وهي تلك المخاطر التي ترتبط باحتمالات قدرة المدين على سداد دينه في موعد استحقاقه.

ومن أهم أدوات الاستثمار في سوق النقد بالإضافة إلى القروض القصيرة الأجل تتوفر في سوق النقد تتوفر مجموعة أخرى من أدوات الاستثمار والمتمثلة: شهادات الإيداع القابلة للتداول، القبولات المصرفية وأذونات الخزانة، اليورو دولار والأوراق التجارية³.

4-2- سوق رأس المال (Capital market):

يعرف سوق رأس المال على أنه "سوق الأموال طويلة الأجل، وهو الذي من خلاله تلتقي وحدات الاستثمار مع وحدات الادخار لعقد صفقات طويلة الأجل بصورة مباشرة بالاككتاب بالأسهم والسندات"⁴.

ويمتاز سوق رأس المال بالخصائص التالية⁵:

- سوق رأس المال قد يرتبط بالأوراق المالية طويلة الأجل ويكسب أهمية خاصة في تمويل المشروعات الإنتاجية التي تحتاج إلى رؤوس أموال كبيرة على أجل طويل .

1- فيلح حسن خلف، الأسواق المالية والنقدية، عمان، عالم الكتب الحديث، 2006، ص59.

2- رسمية أحمد أبو موسى، مرجع سابق، ص24-25.

3- محمد مطر، مرجع سابق، ص198.

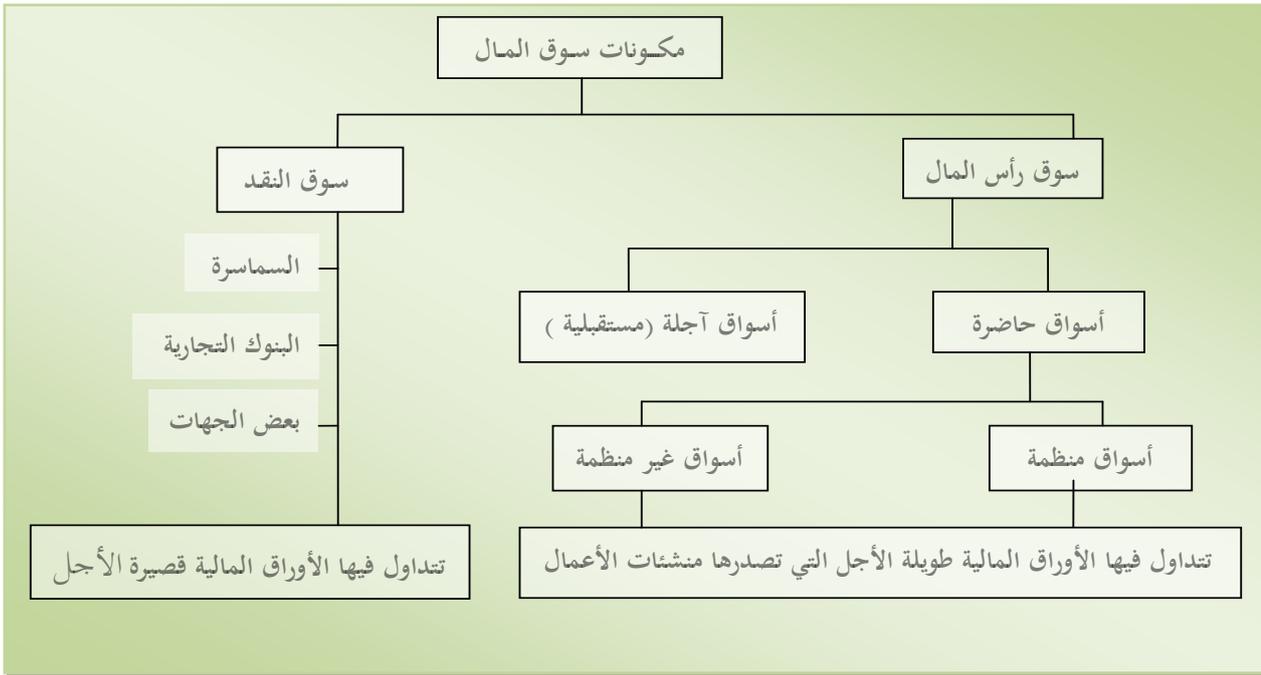
4- أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سابق، ص120.

5- جمال جويدان الجمل، الأسواق المالية والنقدية، عمان، دار صفاء للنشر والتوزيع، 2002، ص35.

الفصل الأول: الجوانب النظرية والفنية لسوق الأوراق المالية

- يعتبر الاستثمار في سوق الأوراق المالية عائداً، فإن اهتمام المستثمرين في رأس المال يكون الدخل أكثر منه نحو السيولة والمخاطرة .
- يتسم هذا السوق بكونه أكثر تنظيماً من السوق النقدي نظراً لكونه متعاملاً به من قبل الوكلاء والمتخصصين .
- الاستثمار في سوق رأس المال يكون أكثر مخاطرة وأقلها سيولة في الاستثمار بالسوق النقدي .
- يتطلب سوق رأس المال وجود سوق ثانوي يتم تداول أدوات الاستثمار المختلفة فيه ، وذلك من حتى يتم تنشيط الاستثمار في سوق رأس المال وحتى يتم توفير سيولة نقدية ملائمة للأوراق المالية طويلة الأجل الأمر الذي يزيد من تداولها.

الشكل رقم (1-1): مكونات السوق المالي



المصدر : عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، 2000، ص239.

المطلب الثاني : سوق الأوراق المالية مفهومها،وظائفها وخصائصها

تطرقنا في هذا المطلب إلى مفهوم وخصائص ووظائف سوق الأوراق المالية

1- مفهوم سوق الأوراق المالية (Stock market):

هناك عدة تعريف لسوق الأوراق المالية نستعرض منها ما يلي:

تعرف سوق الأوراق المالية على أنها: " السوق التي تتعامل بالأوراق المالية من أسهم وسندات وقد تكون منظمة أو غير منظمة ففي الأولى تتم صفقات بيع وشراء الأوراق المالية في مكان جغرافي واحد معين يعرف بالبورصة ، أما السوق غير المنظم فيتكون من عدد من التجار والسماسرة يباشر كل منهم نشاطه في مقره ويتصلون ببعضهم بواسطة الحاسوب ، كما أن هذه الأسواق قد تكون محلية أو عالمية ففي الأولى تتداول الأوراق المالية للمنشآت والهيئات المحلية ، أما الثانية فتتسع لوجود المستثمرين الأجانب ، وتتداول فيها أوراق مالية لمنشآت وهيئات من دول أجنبية"¹.

وتعرف أيضا: " بأنه عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق أو لأصل مالي معين ، حيث يتمكن بذلك المستثمرين من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل السوق ،إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال ، ولكن مع نمو الشركات ووسائل الاتصال"².

وتعرف أيضا: " بأنه ذلك السوق الذي يتم فيها التعامل على الأوراق المالية كالأسهم والسندات يباع وشراء، ويتحدد السر فيها بناء على حجم المعروض منها ومدى الإقبال على شرائها فيما يعرف بآليات العرض والطلب ، ويطلق على هذا السعر سعر السوق"³.

وقد عرفت أيضا بأنه " ذلك السوق الذي تتداول فيه الأوراق المالية متوسطة وطويلة الأجل(الأسهم والسندات)، حيث يكون لهذه السوق مكان، كما أن السعر يتحدد على أساس قوى العرض والطلب."⁴

1- ضياء مجيد موسوي ، البورصات (أسواق المال وأدواتها)، الإسكندرية ،مؤسسة شباب الجامعة ، 2005، ص:6-7.

2 - عصام حسين ، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، عمان، دار أسامة للنشر والتوزيع ، 2008، ص:17.

3 - أمين السيد أحمد لطفي، المحاسبة في شركات السمسرة في الأوراق المالية، الإسكندرية ، دار نشر الثقافة، 2008، ص:15.

4- Bertrand Jacquillat et Bruno solnik, *Marches Finance ,Gestion Portefeuilles et des risques, édition,,Donod, paris,1990,p34.*

وتأسيساً مما تقدم نستنتج أن سوق الأوراق المالية عبارة عن مكان يتم تداول فيه الأوراق المالية طويلة الأجل مثل الأسهم والسندات ، حيث تتم صفقات بيع وشراء هذه الأوراق من قبل مجموعة من المختصين في هذا النوع من المعاملات ، وبالتالي تكون هذه السوق مكان التقاء رغبات البائع والمشتري ومن ثم تحدد الأسعار وفقاً لقانون الطلب والعرض .

2- خصائص سوق الأوراق المالية (Stock market characteristics):

- يتمتع سوق الأوراق المالية بالعديد من الخصائص والمتمثلة فيما يلي¹ :
- سوق الأوراق المالية هي سوق منتظمة، وذلك بفضل الشروط والقيود القانونية لتداول الأوراق المالية في هذه السوق لذلك ففي معظم البلدان هناك إدارات مستقلة ذات صلاحيات تدير العمليات في الأسواق المالية وتوفر للمتعاملين المعلومات الضرورية .
 - التداول في سوق الأوراق المالية خصوصاً في الأسواق الثانوية يتم من خلال الوسطاء أو السماسرة ذوي الخبرة في الشؤون المالية بالإضافة إلى الكفاية المالية التي يجب أن تتوفر فيهم .
 - التداول في الأسواق المالية توفر المناخ الملائم لظهور سوق منافسة كاملة وبالتالي تحدد الأسعار العادلة على أساس العرض والطلب .
 - نظراً للمرونة التي تتميز بها أسواق الأوراق المالية وإمكانية الاستفادة من تكنولوجيا الاتصالات فإن ذلك يعطي خاصية للأسواق المالية بكونها تتميز عن غيرها من أسواق السلع بأنها أسواق واسعة تتم فيها صفقات كبيرة وممتدة قد يتسع نطاقها ليشمل أجزاء عدة من العالم في نفس الوقت .
 - أسواق الأوراق المالية متطورة باستمرار مما يتيح مجالات واسعة للاستفادة أمام فئات المستثمرين في مختلف أرجاء العالم .
 - الاستثمار في أسواق الأوراق المالية يتطلب الدراية في المعلومات السوقية واتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة وبالتالي فإن الاستثمار في الأوراق ذات المخاطر العالية قد يكون ذو أبعاد سلبية الأمر الذي يستدعي في بعض الأحيان من الحكومات التدخل لمنع بعض العمليات الضارة بالمستثمر والمجتمع .

1- طاهر حيدر حردان ، مرجع سابق ، ص35 .

3- وظائف سوق الأوراق المالية :

- يمكن تلخيص وظائف سوق الأوراق المالية فيما يلي :
- إيجاد حلقة اتصال بين البائعين والمشتريين الأمر الذي ييسر سبل الاستثمار وتمويل الاقتراض .
- تشجيع الادخار وذلك بفتح مجالاً واسعاً لصغار المدخرين لإيجاد فرص استثمارية ملائمة
- توجيه الادخار نحو الاستثمارات الأكثر كفاءة وإنتاجية ، الأمر الذي يضمن عائداً ملائماً للمستثمر ويعود بالنفع العام على مستوى الاقتصاد القومي.
- وجود السوق يساعد راسمي السياسة النقدية والمالية على تحقيق أهداف تلك السياسات في الرفاهية والتنمية الاقتصادية.
- توفير المعلومات والبيانات التي تمكن المستثمر من حسن اختيار وسائله الاستثمارية وتمكينه في إعادة النظر في استثماراته مما يعود عليه بالنفع والفائدة¹.

المطلب الثالث : سوق الأوراق المالية المكونات والمقومات

تطرقنا في هذا المطلب إلى مكونات ومقومات سوق الأوراق المالية.

1 - مكونات سوق الأوراق المالية (Stock market components):

تنقسم سوق الأوراق المالية إلى قسمين: الأسواق الحاضرة والأسواق المستقبلية

1 4 1 الأسواق الحاضرة (Present market):

تنقسم إلى سوق الأولية والسوق الثانوية.

1-1-1- السوق الأولية (The primary market): تعرف السوق الأولية بأنها" تلك

السوق التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية عند إصدارها ، وفي إطار هذا النوع من الأسواق يتم التعامل بالأوراق المالية الجديدة التي تم إصدارها لأول مرة ، وذلك عن طريق ما يسمى بالاككتاب العام

1- جمال جويدان الجمل ، مرجع سابق، ص38.

، سواء تعلق ذلك بإصدار الأسهم عند تأسيس وإنشاء الشركات الجديدة ، أو زيادة رأس مالها بغرض توسيع وتنويع نشاطها أو إصدار الأسهم والسندات عند الحاجة إلى قروض طويلة الأجل ، وعادة ما تتولى عمليات إصدار الأوراق المالية (الأسهم والسندات) مؤسسات متخصصة تسمى مؤسسات الإصدار¹، ويتم طرح الإصدارات الجديدة من الأسهم والسندات باستخدام ثلاثة أساليب وهي²:

- **الأسلوب المباشر** : وفقا لهذا الأسلوب تقوم جهة الإصدار بالاتصال مباشرة بالمستثمرين المحتملين لأوراقها لتسويق إصدارها دون تدخل وسطاء وذلك لتوفير الوقت والجهد وعدم الالتزام بالتسجيل في البورصة ، غير أنه يترتب على هذا الأسلوب تكاليف عالية وشروط قاسية بالإضافة لعدم كفاءة أو توفر الخدمة التسويقية المناسبة.

- **الأسلوب غير المباشر** : حيث تتولى مؤسسة مالية متخصصة عادة ما يسمى بنك الاستثمار إصدار الأوراق المالية نيابة عن الشركة ، أي يقوم بتمويل شراء الإصدار مقدما ثم يقوم ببيعه في السوق الأولي.

- **أسلوب المزايمة** : ويتم من خلال دعوة المستثمرين المحتملين لتقديم عطاءات تتضمن الكميات المراد بيعها وسعر البيع ، حيث يتم قبول العطاءات صاحبة السعر الأعلى ثم الأقل إلى أن يتم كامل الإصدارات.

1-1-2- السوق الثانوية (Secondary Market): وهي التي يجري فيها تداول الأدوات المالية ويتحقق فيها نقل ملكية هذه الأدوات من شخص لآخر، وبالتالي لا تضيف التبادلات الجارية في هذه الأسواق أي رأسمال إلى الشركة التي تعود إليها، غير أن في المقابل أن للأسواق الثانوية دورا هاما وإن كان غير ذلك مباشر في حركة الاستثمارات للشركات المعنية، لأن أي هبوط في نشاطها ينعكس على

1- عصام حسين ،مرجع سابق،ص18.

2- محمد الهاشمي حجاج ، أثر الأزمة المالية على أداء سوق الأوراق المالية ، رسالة ماجستير غير منشورة، الجزائر ،جامعة قاصدي مرباح (ورقلة)، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير ، 2011-2012، ص20.

حركة تداول أدواتها ويؤدي ذلك غالبا إلى انخفاض قيم هذه الأدوات في السوق الثانوي¹، كما نجد أن هذه الأسواق وبدورها تنقسم إلى قسمين :

أ - السوق المنظمة (Regulated market):

هي عبارة عن سوق تنعقد في أماكن مركزية وفي أوقات دورية (منظمة) يلتقي فيها المتعاملين شراء وبيع الأوراق المالية المقيدة في تلك السوق، وفقا لنظم ثابتة ولوائح وقوانين محددة تنظم قواعد التعامل وعقد الصفقات والشروط الواجب توفرها في المتعاملين². حيث يتم التعامل فيها على أساس المزاد العلني ويترتب على هذا التعامل بعض التكاليف والعمولات النقدية وأهم شروطها أن يتم توجيه المدخرات نحو مختلف الاستثمارات كذلك وجود استقرار سياسي و ضمان حصول المستثمرين أو المتعاملين فيه على عائد معقول ، مع استقرار سعر العملة أمام العملات الأخرى ، وكذلك سهولة الإعلام عن الفرص الاستثمارية المتاحة³.

ب - السوق غير المنظمة (Unregulated market):

هي أسواق عرفية ليس لها إطار مؤسسي أو هيكل تنظيمي محدد ، وتمثل بيوت السمسرة والوسطاء المالية المنتشرة جغرافيا ضمن حدود السوق ويتداول بها الأوراق غير المدرجة في السوق المنظمة وتشكل عملية التفاوض بين البائع والمشتري أساس آلية التسعير. ويطلق عليها أيضا السوق غير الرسمية، والمعاملات التي تتم في هذه السوق بمعاملات المنضدة ، ويتم الاتصال بين المتعاملين وعقد الصفقات من خلال شبكة كبيرة من أجهزة الاتصال السريعة كالخطوط الهاتفية وغيرها من وسائل الاتصال الحديثة ، التي تربط بين المتعاملين ، وغالبا ما ينظم المتعاملين في السوق غير المنظمة بجمعية أو رابطة تسمى

1- معروف هوشيار ، مرجع سابق، ص ص 60-62.

2- p53، 2000·Alain Martinet, *lexiques de Gestion*, 5e Edition, Dalloz, Paris

3- فيصل محمود الشواوة ، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية (الأسس النظرية والعملية) ، عمان، دار وائل للنشر والتوزيع ، 2008، ص ص 56-57.

بالجمعية الوطنية لتجار الأوراق المالية ويقوم هذا الاتحاد بتنظيم العمل في هذا السوق ومنح التراخيص للسمسرة¹.

- السوق الثالثة (The third Market):

هي عبارة عن نوع من الأسواق غير المنظمة ، حيث تتكون من بيوت السمسرة من غير أعضاء السوق المنظمة ، وإن كان لهم الحق في العمل في الأوراق المسجلة في تلك الأسواق ، وبيوت السمسرة هذه تكون على استعداد لشراء وبيع الأوراق المالية بأي كمية سواء كانت صغيرة أو كبيرة ، أما جمهور العملاء في هذه السوق فهي المؤسسات الاستثمارية الكبرى مثل صناديق المعاشات والأصول المؤمن عليها التي تديرها البنوك التجارية².

- السوق الرابعة (The fourth market):

يتكون هذا السوق من المؤسسات الاستثمارية الكبيرة والأفراد والأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية في أحجام كبيرة ، ووجدت هذه الأسواق لحد من العملات الإضافية التي يدفعها البائع والمشتري إلى السمسار .وسمة هذه السوق السرعة في إتمام الصفقة ، وبكلفة أقل لذلك تعد هذه السوق منافسا قويا للأسواق المنتظمة ، إذ يمكن التعامل بكافة الأوراق المالية في السوق³.

1 2 الأسواق المستقبلية (Future Markets):

تعرف الأسواق المستقبلية على أنها " تلك الأسواق التي يتم فيها الاتفاق على السعر الأصل المباع أو المشتري حالا على أن يتم التسليم لاحقا ، ويستخدم هذه الأسواق لحماية المستثمرين في تقلبات الأسعار المستقبلية وتحقيق الأرباح الرأسمالية، وتنقسم هذه الأسواق إلى عقود الخيارات والعقود المستقبلية وعقود المبادلات"⁴.

1- بن الضيف محمد عدنان، مقومات الاستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية ، عمان ، دار النفائس للنشر والتوزيع ، 2013، ص 117.

2- عصام حسين ، مرجع سابق، ص 21.

3- أرشد فؤاد التميمي ، أسامة عزمي ، مرجع سابق ، ص 125.

4- رسمية أحمد أبو موسى، مرجع سابق، ص 23.

2 - مقومات سوق الأوراق المالية:

- لإنشاء سوق الأوراق المالية يتطلب توافر مجموعة من الشروط والمقومات أهمها¹:
- تبني فلسفة اقتصادية واضحة ، قائمة على الثقة في قدرات السوق على تحريك النشاط الاقتصادي في ظل اعتبارات الكفاءة الاقتصادية والسلوك الرشيد للفرد والهيئات القائمة بالنشاط الاقتصادي .
 - توفر الإطار التشريعي المرن ،القادر على الاستمرار والتكيف مع المستجدات والمتغيرات الاقتصادية وعلى تسهيل المعاملات وعلى تحريك رؤوس الأموال ، مع توفير الحماية والأمان لكافة أطراف التعامل.
 - وجود هيكل مؤسسي منظم، يعبر عنه بجهاز إداري متكامل تحكمه هيئة أو لجنة ويشترط بأعضاء السوق الحياد والخبرة بشؤون المال.
 - وجود قنوات وسيطة فعالة ومتطورة وكفؤة ، تساهم في توفير المعلومات الدقيقة وتسهيل وتسريع عمليات التداول.
 - وجود حجم كافي من المدخرات المعروضة للإستثمار ، من خلال أجهزة السوق مقابل وجود طاقة استيعابية مقبولة ومعقولة وقادرة على استيعاب رأس المال المعروض المتمثل في المشروعات ذات الجودة الاقتصادية ، والربحية المغرية.
 - وجود الاستمرارية والتنظيم ،أي أن السوق الأوراق المالية سوقا مستمرة من خلال العناصر التالية:
- وجود الحرية التامة بين المتعاملين
 - وجود عدد كافي من المتعاملين فيها ، يضمن الاستمرارية والاستقرار ، لأنه يمنع التحكم في الأسعار من قبل فئة من المتعاملين
 - تعدد وتنوع الأوراق المالية المطروحة والمتداولة ، وذلك بزيادة عدد الشركات .

1- بن الصيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص 112- 113.

- وجود أنظمة كفؤة للإفصاح المعلوماتي والمالي عن واقع الشركات والسوق وتحليل النشاط الاقتصادي.
- وجود الشركات والمؤسسات المصدرة للأوراق ضمن قائمة المؤسسات ذات السمعة الجيدة .
- وجود هيكل متكامل من البنوك والمؤسسات المالية التي تستخدم أساليب فنية متقدمة ووجود إطار فنية ذات خبرة عالية .

3 - الأهمية الاقتصادية لسوق الأوراق المالية

تلعب سوق الأوراق المالية دورا كبيرا وهاما في الاقتصاد، يرتبط أساسا بجانبها المالي، حيث أن مشاركة رؤوس الأموال الأجنبية في الاستثمارات المحلية، يزيد من مردودية المؤسسات الاقتصادية الخاصة والعامّة وهذا ما يعود بالإيجاب على الاقتصاد الكلي ليوّجه نحو الإنعاش و التسريع من وتيرة التنمية. و في هذا الصدد سنحاول معرفة الدور الأساسي لهذه السوق في الحياة الاقتصادية والمتمثل فيما يلي¹:

3 1 - دور سوق الأوراق المالية في إستقطاب رؤوس الأموال الأجنبية : تسعى سوق الأوراق المالية

إلى جلب الاستثمارات الأجنبية و هذا بإتباع طرق شتى أهمها: منح فوائد مرتفعة و مغرية و تبيان مكانة الشركات المقيمة لديها. حيث أن انضمام الشركة إلى هذه السوق يخلق لها مكانة خاصة بين الشركات و يدل على أوضاعها الاقتصادية الجيدة و مركزها المالي المقبول. وبالتالي فإن تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية تعمل على الرفع من حجم السيولة على مستوى البلد المستقبلي، مما يخلق مصدرا ماليا تتمكن من خلاله المؤسسات من تمويل مشاريعها.

3 2 - دورها في زيادة الادخار: إذ توفر سوق الأوراق المالية على الميل للادخار ، من خلال ما توفره

من مجموعة كبيرة من الخيارات لوحدة الفئات ؛ كتوفيرها لأصول مالية تعتبر أكثر جاذبية من نواحي السيولة والعائد والمخاطرة، ومن ثم فهي تشجع الوحدات ذات الفئات لتقليل الإنفاق الاستهلاكي لصالح الادخار.

1- زيدان محمد ،نورين يومدين ، دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية في الجزائر (المعوقات والأفاق) ، ورقة بحثية مقدمة للملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات- دراسة حالة الجزائر والدول النامية-، بسكرة يومي 21 / 22 نوفمبر 2006، ص 4.

3 3 دورها في علاج المديونية : تساهم سوق الأوراق المالية في تخفيف عبء المديونية الخارجية من خلال تقنية توريق الدين فحوى هذه التقنية هو تحويل الدين إلى ورقة مالية قابلة للتداول في أسواق المال الدولية . وتسمى الأدوات المالية التي تستخدم في هذه التقنية بسندات التخارج . إذ يمكن للمصارف الدائنة تحويل القروض التجارية إلى أوراق مالية قابلة للتداول.

3 4 دورها تمويل خطط التنمية: وذلك عن طريق طرح أوراق مالية حكومية في تلك السوق . حيث رافق بروز أهمية الأوراق المالية التي تصدرها شركات المساهمة ازدياد التجاء الحكومات إلى الاقتراض العام من أفراد الشعب، لسد نفقاتها المتزايدة وتمويل مشروعات التنمية، وذلك عن طريق إصدار السندات والأذونات التي تصدرها الخزنة العامة ذات الآجال المختلفة، ومن هنا صارت هذه الصكوك مجالاً لتوظيف الأموال لا يقل أهمية عن أوجه التوظيف الأخرى.

3 5 دورها في تجنب الآثار التضخمية : إذ لو قامت البنوك التجارية بعمليات التمويل لأدى ذلك على زيادة مفرطة في حجم الائتمان المحلي، وبالتالي إحداث موجات تضخمية، خاصة أن هذه القروض تأخذ طابع القروض طويلة الأجل مما يتطلب فترة طويلة قبل تحقيق النتائج.¹

المطلب الرابع : تنظيم وسير سوق الأوراق المالية

يمكن توضيح تنظيم وسير سوق الأوراق المالية من خلال النقاط التالية:

- إدارة سوق الأوراق المالية

- المتعاملون في سوق الأوراق المالية

- قواعد وإجراءات التعامل في سوق الأوراق المالية

1 - إدارة سوق الأوراق المالية (stock market management):

تدار البورصة من خلال مجموعة من التقسيمات الإدارية والتنظيمية يتمثل جلها فيما يلي²:

- نفسه، ص 5. 1

2 - فيصل محمود الشواوة، مرجع سابق، ص 60.

1 1 لجنة أو مجلس إدارة البورصة:

تتكون من عدد من السماسرة المنتخبين، ولها مكتب مكون من رئيس ونائب وأمين صندوق، وتتفرع عنها لجان فرعية، وتكون هذه اللجان بمثابة مجلس إدارة للبورصة حيث تختص بضمان سير العمل، وممارسة دور السلطة التأديبية على المندوبين والوسطاء والسماسرة وتحديد الحد الأدنى والأعلى للأسعار.

1 2 -الجمعية العامة:

تتكون من أعضاء البورصة العاملين، حيث تختص بانتخاب لجنة أو مجلس إدارة البورصة والتصديق على الميزانية العمومية والحسابات الختامية ومناقشة كافة الأعمال والأنشطة.

1 3 للجنة العليا أو هيئة الأوراق المالية:

تختلف من بورصة إلى أخرى، إلا أنها غالباً ما تختص باتخاذ كافة الإجراءات الكفيلة بتطبيق القوانين والأنظمة والإجراءات ذات العلاقة.

1 4 هيئة التحكيم:

تختص بالفصل في جميع المنازعات التي قد تحدث بين الأعضاء بشرط أن يكون هناك اتفاق على التحكيم وتكون قراراتها ملزمة للأطراف المتنازعة.

1 5 مجلس التأديب:

يكون برئاسة رئيس لجنة البورصة أو نائبه، وعضوية أحد الأعضاء العاملين، ويختص بالفصل في المخالفات وفقاً للقوانين والأنظمة القائمة.

1 6 مندوب الحكومة:

يقوم بمراقبة تنفيذ القوانين المعمول بها، وحضور اجتماعات الجمعية العامة وجلسات لجنة البورصة.

2 - المتعاملون في سوق الأوراق المالية (Traders in the stock market):

يتدخل في سوق الأوراق المالية العديد من الفاعلين الأساسيين الذين تختلف أدوارهم وطريقة عملهم في سوق الأوراق المالية.

2-1- طريقة التعامل في سوق الأوراق المالية

يتم التعامل بالأوراق المالية في الأسواق المالية على اختلاف أنواعها أو مستوياتها من قبل جمهور المتعاملين على أساس شراء وبيع عدد محدود، أو على أساس الأوامر التي يصدرها العملاء للسماسة، والتي تختلف باختلاف أهداف وتوقعات هؤلاء العملاء، فمنها ما يكون لأحسن سعر، ومنها ما يكون لأحسن سعر محدد ومنها ما يكون عند أقل خسارة، أو على أساس البيع قصير الأجل، والذي يتمثل في قيام عميل باقتراض سهم من قبل عميل آخر، لبيعه في السوق، وعند انخفاض سعره يقوم بشراؤه من السوق، وإعادته إلى المالك الأصلي، وهنا يتحقق مكسب للمقترض من خلال فرق الأسعار بين عملية البيع والشراء، ومكسب للمالك بنسبة يتم الاتفاق عليها مسبقاً¹، وبالطبع فإن السمسار يقوم بأداء عمله من واقع الترخيص له بذلك رسمياً من الجهات الحكومية الرقابية في الدولة، ويقوم السمسار بأداء هذه الخدمة مقابل عمولة متفق عليها مسبقاً².

2 2 الفئات التي يقوم عليها السوق :

تتمثل الفئة التي يقوم عليها السوق في فئة المستثمرين، وفئة المصدرين، وفئة الوسطاء الماليين.

2 2 1 فئة المستثمرين (Investors category):

تتضمن فئة المقرضين أو المستثمرين الأفراد أو المؤسسات المالية، ويقصد بالأفراد الذين تزيد دخولهم النقدية عن احتياجاتهم الاستهلاكية، كما يقصد بالمؤسسات المالية البنوك وبيوت السمسرة وشركات الاستثمار القادرة على استثمار بعض أموالهم في مشاريع استثمارية تعود عليهم بعوائد عالية ومخاطر ضئيلة. حيث أن الغرض من الاستثمار هو كسب عائد في صورة فوائد أو أرباح، وقد يأخذ هذا العائد شكل ربح رأسمالي ناتج عن إعادة بيع الاستثمار بمبلغ يزيد عن سعر شرائه الأصلي، ويكون الربح الذي يتوقع

1 - فيصل محمود الشواوة، مرجع سابق، ص 60.

2 - عصام حسين، مرجع سابق، ص 90.

المستثمرون الحصول عليه في المستقبل عاملا رئيسيا في القرارات التي يتخذونها للاكتتاب في إصدار ما دون غيره¹.

2 2 2 - فئة المصدريين (Exporters category):

وهي فئة مستخدمي الأموال في السوق وتتمثل في الأفراد والشركات التي يزيد مصاريفها أو نفقاتها عن دخولها وترغب بتغطية الاستثمار أو العجز لديها، بالاقتراض المباشر أو بيع الأوراق المالية². أما بالنسبة للأفراد، فيمكن الاقتراض من المؤسسات المالية في صورة القرض المباشر، حيث تتطلب في هذه الحالة أن يكون هناك عقدا مبرما بين المقرض والمقترض وعادة ما يدون في هذا العقد القيمة الاسمية للقرض والمدة الزمنية للقرض وسعر الفائدة وتواريخ دفع أقساط الفائدة وتاريخ استحقاق سداد القرض³.

2 2 3 - فئة الوسطاء الماليين (Financial intermediaries category):

تقوم فئة الوسطاء الماليين في سوق الأوراق على الفئات التالية:

فئة السماسرة وتابعيهم وتشتمل على: السمسار - المندوب الرئيس - الوسيط.

- السمسار (Realtor): السمسار هو الشخص ذو الكفاءة والخبرة المختصة في شؤون الأوراق المالية من بيع وشراء مقابل حصوله على العمولة من البائع والمشتري معا⁴. يقوم الوسطاء في السوق المالية بدور حلقة الوصل بين جمهور المستثمرين في الأوراق المالية من جهة والجهة المصدرة للأوراق المالية من جهة أخرى، وقد يقوم بدور الوسيط شخص طبيعي أو معنوي بشرط أن يكون مرخصا بحسب قانون السوق المالية وأنظمتها وتعليماتها⁵.

وينقسم السمسار أو شركات السمسرة إلى ثلاثة أنواع أو ثلاثة مجموعات هي: (سمسار الخدمات

الكاملة - سمسار الخصم - سمسار الخصم المخفض)، والفرق بين هذه الأنواع يتمثل في مستوى الخدمة

1 - بن عيسى عبد القادر ، أثر استخدام المشتقات المالية ومساهمتها في إحداث الأزمة المالية العالمية، رسالة ماجستير (غير منشورة) الجزائر، جامعة ورقلة ، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية علوم التسيير، 2012 ص29.

2 - فيصل محمود الشواوة ، مرجع سابق، ص 61.

3- بن عيسى عبد القادر ، مرجع سابق، ص31.

4 - فيصل محمود الشواوة ، مرجع سابق، ص 61.

5 - وليد صافي وأنس البكري، الأسواق المالية والدولية، عمان، دار المستقبل، 2009، ص35.

المقدمة ، والعمولة التي يتحملها العميل . والفرق أن سمسار الخصم المخفض يقع على عاتقه فقط تنفيذ الأوامر وحماية حساب المستثمر سواء كان ذلك من خلال الاتصال التليفوني مع المستثمر أو من خلال موقع على شبكة الانترنت، أما السمسار الخدمات الكاملة ، فيقع على عاتقه تقديم الاستشارات بشأن أنواع الأوراق المالية واستراتيجيات الاستثمار المناسبة للمستثمر ، وإعطاء نصائح بشأن الأوراق المالية التي يوصي بتجنبها ، أما سمسار الخصم فتقع أعباءه ومسئولياته في منطقة وسط بين سمسار الخدمات المتكاملة ، وسمسار الخصم المخفض¹ .

وللسمسار وظائف رئيسية تتمثل فيما يلي² :

- البيع والشراء لصالح العملاء مقابل عمولة محددة من قبل كل من البائع والمشتري
- القيام بدور حلقة الوصل بين الشركة المصدرة وجمهور المكتتبين مقابل عمولة محددة وبموجب اتفاقية يتعهد فيها بتغطية كل أو بعض الإصدار الجديدة .
- ترويج الإصدارات الجديدة دون الالتزام بتغطية أو شراء جزء من الإصدارات وبيعها للمستثمرين .
- تقديم الاستشارات والإشراف على الاستثمارات لدى العميل، وحسب ما تقره الاتفاقية المبرمة بينهما.
- المندوب الرئيس (**Delegate President**): وهو من مساعدي السمسار ويعمل عنده باسمه ومقابل أجر.
- الوسيط (**broker**) : وهو أيضا من مساعدي السمسار وهو بمثابة أداة الاتصال بين العميل والسمسار.

3- قواعد وإجراءات التعامل في سوق الأوراق المالية:

تمثل قواعد وإجراءات التعامل في سوق الأوراق المالية الأساس الذي يحكم تصرفات المتعاملين . لذلك، فإن دقة صياغتها وسهولة فهمها هما مطلبان أساسيان لتسيير الاتصال بين الأطراف المعنية، وتمهيد السبيل لإبرام صفقات ناجحة، كما تساهم القواعد والإجراءات السليمة في رفع كفاءة السوق.

1 - جلال إبراهيم العبد ، تحليل وتقييم الأوراق المالية ، الإسكندرية ، الدار الجامعية، 2003، ص ص 61-62.

2 - فيصل محمود الشواوة ، مرجع سابق، ص 62.

3-1- الأوامر (orders):

هي عبارة عن تعليمات يمنحها المستثمر للوسيط المالي بغرض شراء أو بيع الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية، وتختلف أوامر الشراء والبيع باختلاف سعر ووقت التنفيذ، ولهذا على المستثمر أن يوضح بشكل دقيق للوسيط المعلومات المتعلقة بالسعر ومدة صلاحية الأمر، وتعتبر هذه المعلومات أساسية عند تحديد أي أمر أو تسليمه للوسيط قصد تنفيذه، كل أمر يأتي من المستثمر لا بد أن يكون مكتوبا بشكل دقيق لكي ينفذ بطريقة جيدة من طرف الوسيط، وهذا الأخير هو الوحيد الذي له صلاحية تنفيذ الأوامر¹. ويمكن تقسيم هذه الأوامر إلى:

3 4 4 - الأوامر المحددة لسعر التنفيذ (Price Limit of orders):

تلك الأوامر التي يكون فيها السعر الذي يحدده العميل هو الفيصل في تنفيذ الصفقة من عدمه حيث يضع في تنفيذ الصفقة من عدمه حيث العميل سعرا معيناً لتنفيذ الصفقة، ومن عيوبه أن سعر السوق قد لا يصل إلى السعر المحدد وبالتالي لا تنفذ الصفقة، حتى وإن كان سعر السوق قد لا يصل إلى السعر المحدد فإن قاعدة الوارد أولاً ينفذ أولاً، قد يعني عدم إمكانية تنفيذ الأمر بالسعر المعلن إذا كان ترتيبه متأخراً، وفي هذا الصدد يوجد بديلين من الأوامر²:

أ - أوامر السوق (Market orders): يستدل من هذا الأمر بأن المستثمر يرغب في الشراء أو البيع بأفضل سعر يجري التعامل عليه حالياً. ففي حالة الأمر بالشراء بسعر السوق، فإنه يعني الشراء بأقل سعر بينما أمر السوق بالبيع بمعنى البيع بأعلى سعر يجري التعامل به، يعني هذا أن أوامر السوق تحدث إذا كان المستثمر يرغب في الشراء أو البيع الفوري وبكميات قليلة، بحيث لا تحدث تغييراً ملموساً في السعر الذي يتم التعامل به في السوق .

ب - الأوامر المحددة (Limit orders): في الأوامر المحددة يضع العميل سعراً معيناً لتنفيذ

الصفقة، ومن ثم ليس أمام السمسار إلا الانتظار لاغتنام الفرصة، وذلك عندما يصل سعر السهم في

1- أحمد صيام زكي، مبادئ الاستثمار، عمان، دار المناهج، 1997، ص 60 .

2- عصام حسين، مرجع سابق، ص 88.

السوق إلى السعر المحدد أو أقل منه في حالة أمر الشراء، أو أعلى منه في حالة أمر البيع. وعادة ما يضع المستثمر حدا أقصى للفترة الزمنية التي ينبغي أن ينفذ خلالها الأمر .

3 4 2 - الأوامر التي تجمع بين سعر ووقت التنفيذ: تلك الأوامر التي يكون فيها الزمن هو الفيصل في تنفيذ الصفقة أو عدم تنفيذها ، تتراوح مدة الأمر بين يوم، أو أسبوع، أو شهر أو قد يكون الأمر مفتوحاً¹.

3 4 3 - الأوامر المحددة لوقت التنفيذ: يقصد بالأوامر المحددة لوقت التنفيذ تلك الأوامر التي يكون الزمن هو الفيصل في تنفيذها أو عدم تنفيذها، وقد تكون مدة الأمر يوماً أو أسبوعاً أو شهراً، أو قد يكون الأمر مفتوحاً أي لا يوجد تاريخ محدد لتنفيذه ويمكن تقسيمها إلى:

3 4 4 - الأمر المحدد للسعر خلال فترة معينة: يقصد بالأوامر المحددة للسعر خلال فترة معينة الأوامر التي تحدد سعراً معيناً للتنفيذ، غير أنها تشترط إتمام الصفقة خلال فترة زمنية معينة قد تكون يوماً أو شهراً أو أكثر، وهي بذلك تجمع بين مزايا الأوامر المحددة للسعر ومزايا الأوامر المحددة للزمن .

3 4 5 - الأمر المفتوح في حدود سعر معين: لا يحدد فترة التنفيذ غير أنه يشترط إتمام الصفقة حينما يصل سعر السوق إلى السعر الذي يحدده المستثمر أو سعر أفضل منه، ويقوم السمسار باغتنام الفرصة وذلك عندما يصل سعر السهم في السوق إلى السعر المحدد أو أقل منه في حالة الشراء، أو أعلى منه في حالة البيع، وعادة ما يضع المستثمر حداً أقصى للفترة الزمنية التي ينبغي أن ينفذ خلالها الأمر، ومن مزاياه يعرف المستثمر مقدماً وإلى حد كبير السعر الذي سيحصل عليه في البيع أو الشراء.

3 4 6 - الأوامر الخاصة (Special orders): تتمثل الأوامر الخاصة فيما يلي²:

1- نفسه، ص89.

2- منير إبراهيم هندي ، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية ، ط2 ، الإسكندرية، المكتب العربي الحديث ، 2006، ص62-63.

أ - أمر الإيقاف (**Stop- order**): يقصد بأمر الإيقاف الأمر الذي لا ينفذ إلا إذا بلغ سعر السهم مستوى معين أو تعدها. وفي هذا الصدد يوجد نوعين من أوامر الإيقاف :

ب - أوامر تتعلق بالبيع (**Stop-Loss order**): يصبح لزاما على السمسار أن ينفذ أمر البيع إذا وصل سعر السهم إلى المحدد أو المنخفض عنه .

ت - أوامر تتعلق بالشراء (**Stop-Buy order**): يقضي بأن يقوم السمسار بشراء السهم إذا بلغ سعره مستوى معين أو زاد عنه، فلو أن التوقعات تشير إلى مستقبل مباشر بشأن أسهم شركة ما أو أنه قد سبق له إبرام صفقة بيع على المكشوف حينئذ يمكن إصدار أمر إيقاف.

المبحث الثاني : الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية

تعتبر الأدوات المالية أدوات تمويل في سوق الأوراق المالية وتعتبر أصولاً مالية من وجهة نظر المستثمرين فيها، وتأخذ الأدوات المالية ثلاثة أشكال هي أدوات الملكية (الأسهم)، وأدوات دين (السندات)، وإلى مشتقات مالية.

المطلب الأول : الأسهم

تطرقنا في هذا المطلب إلى تحديد مفهوم الأسهم وخصائصها وبالإضافة إلى أنواعها والاتجاهات الحديثة للأسهم .

1- تعريف الأسهم وخصائصها

1 4 - تعريف الأسهم (Stocks): تعرف الأسهم على أنها "صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول في بورصة الأوراق المالية بطرق تجارية، حيث تمثل عموماً مشاركة في رأس مال إحدى شركات الأموال، ويمثل السهم حصة الشريك في الشركة التي يساهم في رأسمالها"¹.

ويعرف أيضاً على أنه " أداة ملكية يمثل جزء من رأس المال الشركة، حيث يحصل حامله على جزء من الأرباح التي تحققها الشركة."²

وتعرف أيضاً على أنها " عبارة عن صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول في بورصة الأوراق المالية بطرق تجارية، حيث تمثل مشاركة في رأس مال إحدى شركات الأموال عموماً، ويمثل السهم حصة الشريك في الشركة التي يساهم في رأسمالها والذي يتكون من مجموع الحصص سواء كانت الحصص نقدية أو عينية"³. وللأسهم أكثر من قيمة مالية، يمكن استعراضها كالتالي:

1 - سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية و دورها في تمويل التنمية الاقتصادية، القاهرة، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، 1996، ص 265.

2- Joel Priolon ,*les marches finances*, Paris ,2004,P03.

3 - مصطفى رشدي شيحة، زينب حسن عوض الله، الاقتصاد والبنوك وبورصات الأوراق المالية ،المطبعة الحديثة بالقاهرة ، مصر ،1993، ص 169.

1 4 1 - القيمة الاسمية (Far value): تشير القيمة الاسمية للسهم التي تم تحديدها من خلال

عقد الشركة. والقيمة الاسمية للسهم ببساطة هي قيمة سهم الشركة في حالة عدم وجود تأثير اقتصادي لأداء الشركة على قيمة السهم¹.

1 4 2 - القيمة الدفترية (Book value): و تمثل قيمة السهم حسب سجلات الشركة، كما

أنها تعادل قيمة السهم عند التصفية، فهي تحسب بقسمة إجمالي حقوق المساهمين (مجموع رأس المال المساهم و الاحتياطات و الأرباح المحتجزة) على عدد الأسهم المصدره، و بذلك فهي تعتبر مؤشرا ضعيفا لقيمة السهم.²

1 4 3 - القيمة السوقية (Market value): وهي قيمة السهم في السوق. الذي يباع ويشترى

به الأصل المالي في السوق أو السعر الجاري للورقة ، وتتغير هذه القيمة من فترة إلى أخرى حسب عوامل العرض والطلب وتتأثر القيمة السوقية بعدد من العوامل.³

1 4 4 - القيمة الحقيقية أو العادلة (Real value): وهي القيمة الحالية للتدفقات التي يتوقع

حائز الأصل الحصول عليها.

1 2 - خصائص الأسهم (Stock characteristics):

تتبع السهم مجموعة من الخصائص تميزه عن غيره من الأوراق المالية الأخرى، ومن أهم الخصائص ما يلي⁴:

- القابلية للتداول: تعطي الأسهم مرونة كبيرة في سوق الأوراق المالية، إذا كانت صفة المرونة تتوفر في بعض الأوراق المالية الأخرى بشكل جزئي ومحدد فإن الصفة توجد في الأسهم بشكل مطلق.

1- محمد صالح الحناوي، وآخرون، تقييم الأسهم والسندات مدخل للهندسة المالية، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2007، ص55.

2- محمود أمين زويل، بورصة الأوراق المالية، موقعها من الأسواق - أحوالها و مستقبلها، الإسكندرية، دار الوفاء لدنيا الطباعة و النشر، 2000، ص49.

3- طاهر حردان، مرجع سابق، ص121.

4- أنس البكري، وليد صايفي، الأسواق المالية والدولية، عمان، دار المستقبل للنشر والتوزيع، 2009، ص122.

- الأسهم متساوية القيمة: يقصد بذلك أن إصدار الشركة المساهمة من الأسهم العادية يكون أسهما متساوية القيمة، ولا يجوز إصدار أسهم عن نفس الشركة بقيمة مختلفة بينما لا يحكم هذا الشرط إصدار الأوراق المالية الأخرى.

- المسؤولية المحددة للمساهم: المسؤولية للمساهم تكون محدودة في الشركة بقدر المساهمة والمشاركة فقط لهذا المساهم كحصة من رأس المال أو الملكية للشركة.

- تقادم حق المساهم: لا يتقادم حق المساهم المشتري للسهم بسبب عدم الاستخدام وذلك طالما أن الشركة المصدرة قائمة، ويبدأ التقادم في الأسهم في اليوم التالي الذي يبدأ وينتقل حق فيه حق المساهم من حق ملكية إلى حق دين، أي عند تصفية الشركة أو إذا استحق السهم ودفع رأس المال.

2 أنواع الأسهم (Types of stock):

تتمتع الأسهم بالعديد من الأنواع تتمثل فيما يلي :

1-2 الأسهم العادية (common stock):

يمثل السهم العادي وثيقة ملكية أو صك ملكية، و تعد منشآت الأعمال مصدر لخلق الأسهم، إذ يتكون رأس مال المنشآت المساهمة و شركات التوصية بالأسهم من حصص متساوية، يتم تمثيل ملكية الحصص هذه بوثائق ملكية حيث يوضح كل صك اسم المنشأة صاحبة الإصدار، نوع السهم و رقمه، و عدد الأسهم¹.

حيث تتمتع الأسهم العادية بالعديد من الحقوق والمتمثل فيما يلي² :

- حق الحصول على نصيبه من الأرباح عند توزيعها الحق في الأرباح المحتجزة.

- الحق في الحصول على موجودات الشركة عند تصفيتها.

- الحق في الحضور في اجتماعات الهيئة العاملة للمساهمين وفي التصويت في القضايا المطروحة على هذه الهيئة .

1- محمود محمد الداغر، الأسواق المالية (مؤسسات - أوراق - بورصات)، عمان، دار الشروق للنشر و التوزيع، 2005، ص88

2- السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، عمان، دار الفكر، 2010، ص147.

- حق نقل الملكية عن طريق البيع وإهدائها أو توريثها.

- حق الأولوية في الاكتتاب عند طرح الشركة لأسهم جديدة.

- حق الترشيح العضوية لمجلس الإدارة ، إذا كان يملك الحد الأدنى المطلوب في الأسهم وحق انتخاب مجلس الإدارة ومسائل.

ويمكن تقسيم الأسهم من حيث الشكل إلى أسهم لحاملها واسهم اسمية، بحيث أن الأسهم لحاملها هي الأسهم التي تتداول بين المستثمرين بدون أن تحمل اسم المالك على وجه الصك وتنتقل الملكية للسهم بمجرد الحيازة الفعلية للسهم ، ويتم إصدار أسهم لحاملها فقط في حالة ما إذا كانت القيمة مدفوعة بالكامل، بينما الأسهم الاسمية هي التي يسجل اسم صاحبها على وجه الصك، ويسجل في سجلات الشركة وعند بيع السهم لمشتري آخر يلزم نقل الملكية في سجلات الشركة.

2 2 الأسهم الممتازة (Preferred stock):

2 2 1 تعريف الأسهم الممتازة :

يطلق على الأسهم الممتازة الأوراق المالية المهجنة حيث أنها تجمع في خصائصها بين الأسهم العادية والسندات فهي تشبه السندات من حيث أنها تأتي في المرتبة الثانية بعد السندات وقبل الأسهم العادية عند الحصول على العائد الدوري واستيفاء حقوق ملاكها عند تصفية الشركة . كما ن شأنها شأن السندات يمكن أن تصدر بشروط تكفل استدعائها أو تحويلها إلى أسهم عادية بشروط معينة . وتشبه الأسهم الممتازة الأسهم العادية من حيث أنها سند ملكية له قيمة اسمية وقيمة سوقية يربط أدله بوجود واستمرار الشركة . كما تشبهها من ناحية المعاملة الضريبية حيث لا تعتبر التوزيعات المقررة لحملة الأسهم العادية والأسهم الممتازة - بخلاف فوائد السندات- ضمن التكاليف الواجبة الخصم وصولاً إلى لدخل الخاضع للضريبة¹ . وتمتع الأسهم الممتازة بالعديد من الخصائص²:

- حق الأولوية في الحصول على أرباح وبنسبة محددة

1- عاطف وليم اندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية ، مؤسسة شباب الجامعة ، الإسكندرية ، 2005، ص18.

2- فيصل محمود الشواوة ، مرجع سابق ، ص84.

- حق الأولوية في الحصول على حصيلة التصفية من الأصول

- حق الحصول على القيمة الاسمية عند التصفية

- حق تحويلها إلى أسهم عادية

- حق تحديد مدة زمنية للوفاء بقيمتها الاسمية .

2 2 2 أنواع الأسهم الممتازة (Types of preferred stock):

تنقسم الأسهم الممتازة إلى الأنواع التالية:

-مجمعة للأرباح : وتضمن لصاحبها الحق في الحصول على نصيبه من الأرباح عن سنوات سابقة قد

حققت فيها أرباح لكنها لم تعلن عن توزيعها وذلك قبل إجراء توزيعات لحملة الأسهم العادية.

- مشاركة في الأرباح : وتوفر لحامله ميزة إضافية لحق الأولوية في توزيع الأرباح وذلك بإعطائه أيضا الحق في

مشاركة المساهمين العاديين في الأرباح الموزعة عليهم إما بالكامل أو جزئيا وذلك بعد أن يحصلوا على

حقوقهم من الأرباح من عملية التوزيع الأولى .

- القابلة للتحويل : تعطي حاملها حق التحويل إلى أسهم عادية بالسعر الاسمي إذا ما ارتفع السعر السوقي

للسهم العادي ، الأمر الذي يحقق له مكاسب رأسمالية.

- القابلة للاستدعاء : تعطي مصدرها حق استدعائها من حاملها أي إمكانية استرجاعها وسداد قيمتها

لحاملها ، وخصوصا عند ارتفاع أسعارها السوقية¹.

3 الاتجاهات الحديثة بالنسبة للأسهم:

ظهرت في السنوات الأخيرة أنواع جديدة من الأسهم، و سوف ينصب اهتمامنا على الأنواع

المستحدثة من الأسهم العادية و الممتازة كما يلي:

1- محمد مطر ، مرجع سابق ، ص214-219.

3 4 الاتجاهات الحديثة بالنسبة للأسهم العادية:

فضلا عن الأسهم العادية التقليدية ظهرت أنواع عديدة من الأسهم العادية المستحدثة نستعرض أهمها فيما يلي¹:

3-1-1- الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية: يكون للشركة الواحدة مجموعة من الأسهم العادية تربط فيها التوزيعات بالأرباح التي تحققها الشركة ككل و لكن بعض الشركات الأمريكية أصدرت في الثمانينات أنواع أخرى من الأسهم الإنتاجية يرتبط كل نوع منها بالأرباح التي يحققها قسم معين من الأقسام المنتجة بالشركة و على الرغم من المزايا التي قد يحققها هذا النوع الجديد من الأسهم إلا أنه خلف نوعا من تضارب المصالح بين المستثمرين.

3-1-2- الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة: التوزيعات التي يحصل عليها حملة الأسهم العادية لا يعتبر من الأعباء التي تخصم قبل احتساب الضريبة، و في الثمانينات صدر في الولايات المتحدة الأمريكية تشريع ضريبي يسمح للشركات التي تباع حصة من أسهمها العادية إلى العاملين في ظل خطة معينة لمشاركتهم في ملكية الشركة يخضم التوزيعات على تلك الأسهم من الإيرادات قبل الاحتساب الضريبي، كما نص على إعفاء المؤسسة المالية التي تمنح قرضا لصندوق العاملين المخصص لتمويل شراء الأسهم من دفع ضريبي على 50 % من الفوائد التي تحصل عليها.

3 4 3 - الأسهم العادية المضمونة: ليس لحامل السهم العادي الحق في الرجوع إلى الشركة التي أصدرت هذا السهم في حالة انخفاض قيمته السوقية، إلا أنه ظهرت في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1984 لأول مرة أسهما عادية تعطي لحاملها الحق في مطالبة الشركة بالتعويض إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين خلال فترة محددة عقب الإصدار.

3 2 الاتجاهات الحديثة بالنسبة للأسهم الممتازة:

نذكر منها ما يلي:

1- عبد الغفار حنفي و رسمية قرياقص، الأسواق و المؤسسات المالية(بنوك تجارية -أسواق الأوراق المالية -شركات التأمين - شركات الاستثمار)، الإسكندرية، الدار الجامعية، 2001، ص265-267.

3-2-1 الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة: ظهر في الولايات المتحدة الأمريكية في سنة 1982 لأول مرة نوع جديد من الأسهم الممتازة ترتبط فيه التوزيعات بمعدل العائد على نوع من السندات الحكومية هي سندات الخزينة، على أن يتم التعديل على نصيب السهم من الأرباح مرة كل ثلاثة شهور بناء على التغيرات التي تطرأ على عائد تلك السندات، وللمحافظة على مستوى ملائم من الطلب على تلك الأسهم عادة ما ينص على أن لا تقل نسبة التوزيعات عن 7%، 5% من القيمة الاسمية للسهم.

3 2 2 - الأسهم الممتازة التي لها حق التصويت: هي الأسهم الممتازة التي تعطي لحاملها حق التصويت - الأسهم الممتازة عموماً لا تعطي لحاملها حق التصويت - كتعويض لحملة الأسهم العادية عن انخفاض القيمة السوقية للسهم العادي و قد سبق الإشارة إليها عند الأسهم العادية المضمونة¹.

المطلب الثاني : السندات

طرقنا في هذا المطلب إلى تعريف السندات وتوضيح خصائصها وأنواعها

1 - تعريف السندات (Bonds):

تعرف السندات على أنها عبارة عن قروض يقدمها المشتري إلى المؤسسات و الحكومات، حيث يقوم المستثمر بالحصول على سعر الفائدة محددة نظير إقراض أمواله لفترة ما، وفي المقابل تحصل الحكومة أو الشركة (المقترض) على الأموال التي تحتاجها².

وتعرف أيضاً على أنه " أصل مالي يعطي الحق لحامله في الحصول على كوبون ثابت كل سنة ، مقابل إقراض مبلغ من المال، يكون بذلك حامل السند دائناً للمؤسسة³."

2 - خصائص السندات (characteristics of Bonds) :

1- عبد الغفار حنفي و رسمية قرياقص، مرجع سابق ، ص20 .

2- عصام حسين، مرجع سابق، ص 87.

3- Patrick Topsacalian, *Marches Financiers*, Edition management, Paris, 1992, p21. -3

- تتميز السندات بمجموعة من الخصائص نذكر منها:
- السندات أداة دين: يرتب السند لحامله عن الشركة المصدرة حق دائنيه، يكون لحامل السند الأولوية عن حامل السهم في استيفاء حقوقه سواء عن أرباح الشركة أو من الأصول في حالة الإفلاس.
 - السندات أداة استثمارية ثابتة الدخل: يعتبر السند من أدوات الاستثمار ثابتة الدخل لأن حامل يتقاضى فائدة سنوية ثابتة، بينما يتغير الدخل السنوي لحامل السهم العادي تبعاً لتغير الأرباح السنوي التي تحققها الشركة المصدرة، والسند في ثبات دخله يشبه السهم الممتاز.
 - محدودية الأجل: دائماً يصدر السند بأجل محدد يستحق بتاريخه، ويسجل هذا التاريخ في عقد الإصدار، ويعتبر أجل السند عنصراً هاماً في تحديد معدل فائدة السند، وكذلك السعر السوقي له.
 - قابلية السند للتداول: وهذه الخاصية تشبه خاصية تداول السهم، خاصية التداول هذه تساهم في توفير سيولة إضافية للسندات طويلة الأجل في السوق الثانوي¹.

3- أنواع السندات (Types of bonds):

يمكن تقسيم السندات إلى تقسيمات عدة منها:

3 4 حسب القيمة التي تصدر بها السندات²:

- السندات العادية أو الصادرة بالقيمة الاسمية: وهي تلك الصادرة بالقيمة المبنية عليها القيمة التي يجب على المكتتب أن يدفعها بالكامل عند الاكتتاب ليستردها عند حلول الأجل المحدد للسداد.
- السندات ذات مكافأة الوفاء: والتي تصدر بأقل من القيمة الاسمية المبنية فيها، وعند الاكتتاب لا يلتزم المكتتب إلا بدفع القيمة الأولى وعند الحلول أجل الاستحقاق يسترد القيمة الاسمية المذكورة فيه أما الفرق بين القيمتين فهو العلاوة الوفاء.

1- أنس البكري، وليد صافي، مرجع سابق، ص 108.

2- محمد يوسف ياسين، البورصة، بيروت، منشورات الحلبي الحقوقية، 2004، ص 40.

- السندات ذات النسيب : وهي سندات عادية تصدر بالقيمة الاسمية المبينة فيها، وتعطي الحق في فائدة سنوية ثابتة ، تضاف إلى هذه الفائدة جائزة مالية تمنح لعدد من السندات يجرى تعيينها بطريق القرعة .

3 2 - من حيث مدة الأجل¹ :

- قصيرة الأجل : تستحق خلال عام وتكون معدلات فوائدها منخفضة نسبيا .

- متوسطة الأجل : تستحق خلال سبع سنوات وتكون معدلات فوائدها متوسطة نسبيا.

- طويلة الأجل : تستحق بعد سبع سنوات وتكون معدلات فوائدها عالية نسبيا.

3 3 - حسب طريقة السداد² :

- سندات تسدد عند ميعاد استحقاقها: وهي السندات التي يتم تسديدها عند تاريخ استحقاقها.

-سندات تسدد قبل حلول موعد استحقاقها : فقد يحدث أن تقوم الشركات المساهمة بسداد كل

جزء أو جزء من سندات المصدر قبل حلول ميعاد استحقاقها وذلك بطريقتين رئيسيتين:

-السداد حسب اختيار الشركة :فإما أن تقوم الشركة بشراء سندات من السوق ثم إلغائها

بعد ذلك أو تعتمد طريقة السداد عن طريق الاستدعاء ، لكن هذه الأخيرة تلتزم وجود شرط

في عقد الإصدار.

- السداد الإجباري: وذلك عندما يحتوي عقد إصدار السندات لشرط تكوين احتياطي

الاستهلاك.

- السداد تدريجيا : أو ما يطلق عليها السندات ذات مواعيد الاستحقاق المتسلسلة، وفي هذه

الحالة يقسم الإصدار إلى مجموعات مرتبة تسدد في تواريخ استحقاق متتالية.

3 4 - حسب الضمانات المقدمة:

1 - فيصل محمود شوارره، مرجع سابق، ص77.

2 - عبد الغفار حنفي، ورسمية قرياقص، مرجع سابق، ص270.

هناك نوعان من السندات حسب معيار الضمانات المقدمة وهما¹:

- سندات مضمونة (**Guaranteed bonds**): من أجل اجتذاب رؤوس الأموال ، قد تلجأ الشركات إلى تقديم ضمانات عينية للوفاء بالقروض ، كأن ترهن عقاراتها ، أو بعضها وهذا ما يعطي لأصحاب السندات حق التصرف في هذه الأصول لاستيفاء حقوقهم في حالة تصفية الشركة وعدم وفائها بالتزامات اتجاههم.

- سندات غير مضمونة (**Unsecured bonds**): الضمان الوحيد الذي يتوفر لحملة هذا النوع من السندات يتمثل في حق الأولوية الذي يمتاز به على الدائنين الآخرين للشركة المصدرة ، وهي أكثر مخاطرة من السندات المضمونة .

3 5 - من حيث جهة الإصدار:

تنقسم السندات من حيث جهة الإصدار إلى ثلاثة أنواع:

- سندات حكومية (**Government bonds**): تصدر عن طريق الحكومة والمؤسسات التابعة لها لضبط حجم النقد في السوق أو لتمويل مشاريع الاستثمارية.

- سندات غير حكومية (**Non-governmental bonds**): تصدر عن الشركات المساهمة العامة كالسندات العادية والسندات العقارية وغيرها وذلك لتلبية احتياجاتها التمويلية المختلفة².

3 6 - من حيث قابلية التحويل :

-سندات قابلة للتحويل (**Convertible bonds**): تمثل السندات القابلة للتحويل نوع من أنواع السندات التي تصدرها الشركات ، حيث تؤدي إلى تحقيق معدل فائدة ثابتة حتى تاريخ الانتهاء حيث يتم استرداد قيمتها ككل ، بينما تأتي السمة المميزة للسندات القابلة للتحويل في

1- سعيد توفيق عبيد، مرجع سابق، ص52.

2- فيصل محمود شواور، مرجع سابق، ص77.

إمكانية التحويل إلى أسهم عادية خاصة بالشركة المصدرة في فترات معينة من السنة¹. فهو عبارة عن سند عادي مصاحب لخيار التحويل².

- سندات غير قابلة للتحويل (**Bonds are non-transferable**): وهذا النوع من السندات لا تعطي لصاحبها أو حاملها الحق باستبدالها بالأسهم العادية للشركة المصدرة³.

4- الاتجاهات جديدة في السندات:

نذكر منها ما يلي⁴:

4-1- سندات لا تحمل معدل الكوبون:

هذا النوع من السندات تباع خصم على القيمة الاسمية على أن يسترد المستثمر القيمة الاسمية عند الاستحقاق، كما يمكن بيعها في السوق بالسعر السائد إذا رغب حاملها في التخلص منها قبل تاريخ الاستحقاق.

4 2 سندات ذات معدل فائدة متحركة :

وهو نوع استحدث في بداية الثمانيات لمواجهة موجة التضخم التي أدت إلى رفع معدلات الفائدة مما يترتب عليه انخفاض القيمة السوقية للسندات. وعادة يحدد سعر فائدة مبدئي لهذه السندات ويعاد النظر فيه كل ستة أشهر بهدف تعديله ليتلائم مع معدلات الفائدة السائدة في السوق.

4 3 السندات ذات الدخل :

لا يجوز لحملة هذه السندات المطالبة بالفوائد في السنوات التي لم تحقق فيها المنشأة أرباحاً. ومع هذا فمن الممكن أن ينص في بعض العقود على أن يحصل حامل السندات على الفوائد عن سنة لم تتحقق فيها أرباحاً من أرباح سنة لاحقة.

4 4 السندات الرائدة (متواضعة الجودة):

1- جون وايت، تر، بدار الفاروق، الاستثمار في السندات والأسهم، ط2، القاهرة، دار الفاروق للنشر والتوزيع ، 2006، ص 167.
2- *principes de gestion financier, 8e edition Richard Brealey, Stewart Myers, Franklin Allen, Pearson, Paris, 2006, p 394.*

3 - فيصل محمود شواور، مرجع سابق، ص 77.

4- عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، مرجع سابق، ص ص 255-256.

استحدثت في الثمانيات بتمويل امتلاك أعضاء مجلس الإدارة لحصة كبيرة في رأس المال الخاص بالمنشأة التي يديرونها. وذلك بإصدار قروض تستخدم حصيلتها لشراء جانباً كبيراً من أسهمها المتداولة في السوق. وعادة ما يترتب على ذلك زيادة كبيرة في نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة بشكل يجعل الاستثمار محفوفاً بقدر كبير من المخاطر وهو ما يقضي أن يكون معدل الكوبون مرتفعاً ليعوض تلك المخاطر.

4 5 سندات مشاركة :

تعطي للمستثمر الحق ليس فقط في الفوائد الدورية بل وفي جزء من أرباح منظمة .

المطلب الثالث: المشتقات المالية

تعرف المشتقات المالية على أنها تلك الأدوات المالية التي تشتق قيمتها من الأوراق المالية محل التعاقد أو من السلع أو مؤشرات الأسعار. ويمكن استخدامها للتحوط أو المضاربة، إلا أنها قد تؤدي إلى زيادة مخاطر الائتمان وأساليب الاحتيال فضلاً عن المخاطر السوقية¹.

هناك العديد من المشتقات و لكن معظم المستثمرين يركزون على نوعين من المشتقات المالية عقود الخيار (الخيارات المالية) و العقود المستقبلية، و بالإضافة إلى هذين النوعين فهناك أيضاً مشتقات أخرى مثل عقود المبادلة. و سوف يتم التطرق في هذا العنصر إلى المشتقات التالية:

-عقود الخيار

-العقود المستقبلية

-عقود المبادلة

1- عقود الخيار (Option Contracts):

تمثل عقود الخيار أحد الأدوات الاستثمار الحديثة التي تعطي للمستثمر فرصة الحد من المخاطر التي يتعرض لها ، وعلى وجه الخصوص مخاطر تغير أسعار الأوراق المالية التي يمتلكها أو التي يزعم شراؤها أو بيعها في المستقبل

1- سمير عبد الحميد الرضوان ، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها ، القاهرة، دار النشر للجامعات ، 2004، ص58.

1 4 تعريف عقود الخيار :

يتمثل عقد الخيار في أنه "عقد بين طرفين أحدهما مشتري الخيار و الآخر بائع الخيار أو محرر الخيار، وبموجبه يكون للطرف الأول أي للمشتري الحق في أن يشتري إذا ما رغب من الطرف الثاني أي المحرر أو أن يبيع إذا ما رغب للطرف الثاني أصلاً معينا و في تاريخ معين أو خلال فترة معينة حسب الاتفاق وذلك مقابل أن يقوم الطرف الأول المشتري بدفع علاوة أو مكافأة معينة للطرف الثاني"¹.

ويمكن التفرقة بين الخيار الأمريكي و الخيار الأوربي فالخيار الأمريكي يعطي الحق لحامله في تنفيذه خلال فترة معينة ، بينما الخيار الأوربي لا ينفذ الخيار الأوربي إلا في تاريخ محدد².

و بصفة عامة فإن الأدوات المالية هي عبارة عن أدوات للتأمين من المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها المستثمر، خاصة مخاطر تغير أسعار الأوراق المالية التي يمتلكها، أو التي يفترض أن يقوم المستثمر بشراؤها أو بيعها في المستقبل. فمثلاً نجد أن خيار البيع يتيح للمستثمر فرصة حماية استثماراته من مخاطر انخفاض القيمة السوقية لها حيث يتيح للمستثمر إلزام الطرف الثاني في عقد خيار البيع (محرر العقد) بتنفيذ الاتفاق إذا انخفضت أسعار الأوراق المالية محل الاتفاق عن سعر التنفيذ ، حيث يضمن المستثمر (مشتري العقد) لمحرر الحق بنفس سعر التنفيذ بغض النظر عن مقدار الانخفاض الذي طرأ على أسعار الأوراق المالية ، و ذلك نظير مكافأة يدفعها مشتري الحق لمحرر الحق.

كما أن خيار الشراء يتيح للمستثمر فرصة التحوط من مخاطر ارتفاع القيمة السوقية للأوراق المالية، حيث يلتزم محرر خيار الشراء بتنفيذ الاتفاق إذا ارتفعت أسعار الأوراق المالية و ذلك خلال فترة التعاقد عن السعر المتفق عليه و بالتالي يضمن المستثمر في هذه الحالة حصوله على الأوراق المالية محل الاتفاق بسعر التنفيذ من محرر الحق بغض النظر عن مقدار الارتفاع في أسعار الأوراق المالية عن سعر التنفيذ ، و في مقابل ذلك يحصل محرر الحق على مكافأة عن كل ورقة مالية من المستثمر نظير تحمل مخاطر ارتفاع الأسعار في المستقبل³.

1- عصران جلال عصران، مرجع سابق، ص246.

2- عاطف وليم أندراوس، السياسة المالية وأسواق لأوراق المالية، مرجع سابق، ص22.

3- نفسه، ص23.

- ومما تقدم فإن، عقد الخيار يقوم بتنظيم الاتفاق بين أطراف العلاقة وهما المستثمر (أو حامل عقد الخيار)، وبائع العقد (أو محرره) وهذا العقد يضم مجموعة من العناصر الأساسية هي :
- طرفي العقد إذ أن لكل عقد خيار طرفين هما البائع والمشتري .
 - تاريخ العقد.
 - نوع الأصل محل العقد.
 - كمية العقود وكمية الأصول في كل عقد.
 - سعر التنفيذ أو المضاربة وهو السعر المثبت على الموجود الذي يمكن بواسطته شراء الموجود أو بيعه عند تنفيذ الخيار.
 - تنفيذ الخيار ويقصد به الاتفاق إما بيع الموجود أو شرائه .
 - علاوة الخيار إذ يحصل المستثمر على الخيار يعد أن يقوم بدفع مبلغ العلاوة وهو المبلغ الذي يدفعه مشتري الخيار لكاتب الخيار سواء كان الخيار خيار شراء أو خيار بيع .
 - يكون السعر المدفوع لكل من خيار البيع أو الشراء في الغالب مقاربا لسعر السوق الذي تتم فيه عملية الاتفاق ، وإن مشتري الخيار سوف يخسر العلاوة إذا امتنع عن لتنفيذه.
 - تاريخ الصلاحية وهو آخر تاريخ يستطيع بواسطته حامل الخيار تنفيذ ذلك الخيار .
- وعند الوصول إلى تاريخ الانتهاء فإن حامل الخيار سوف ينفذ الخيار حتى إذا كانت هناك زيادة قليلة في السعر بالنسبة لخيار لشراء أو انخفاض قليل في السعر بالنسبة إلى خيار البيع وذلك لتقليل الخسائر إلى أدنى حد ويستطيع مشتري الخياران القيام بتنفيذ الخيار أو بيع الخيار لمشتري آخر أو ترك الخيار لتنتهي صلاحيته¹.

1- حاكم الربيعي وآخرون، المشتقات المالية، دار اليازوري، عمان، الأردن، 2011، ص 183-184 .

و يمكن التمييز بين أسلوبين من أساليب الاختيار¹:

- أسلوب الخيار الأمريكي: بموجب هذا الأسلوب فإن العقد يعطي لمشتري حق الخيار الحق في شراء أو بيع أوراق مالية، بالسعر المتفق عليه في أي وقت خلال الفترة الممتدة منذ إبرام العقد حتى التاريخ المحدد لانتهاؤه .

- أسلوب الخيار الأوروبي: بموجب هذا الأسلوب فإن العقد يعطي لمشتري حق الخيار الحق في شراء أو بيع أوراق مالية، بالسعر المتفق عليه، إلا أن التنفيذ لا يتم إلا في تاريخ الاستحقاق فقط.

وبصفة عامة فإن الخيارات، هي أدوات للتأمين ضد المخاطر التي قد يتعرض لها المستثمر، وعلى وجه الخصوص مخاطر تغير أسعار الأوراق المالية التي يمتلكها أو يعتزم شراءها أو بيعها في المستقبل.

1 2 أنواع عقود الخيار :

وفقا لطبيعة وشروط العقد فإن الخيارات تنقسم إلى نوعين²:

1 2 1 - خيار الشراء (purchase option): يكون العقد خيار شراء عندما يعطي للطرف الأول الذي يمثل المشتري الحق بأن يشتري (إذا ما رغب) من الطرف الثاني أي محرر الخيار أصلا معينة لكمية معينة و سعر معين و في تاريخ معين أو خلال فترة زمنية و ذلك مقبل حصول الطرف الثاني (المحرر) من المشتري على علاوة معينة تحددها شروط العقد.

هذا المفهوم نجد أن محرر الخيار ملزما ببيع الأصل محل العقد و ذلك وفق الشروط التي يضمنها و ذلك إذا ما رغب مشتري الخيار بتنفيذ العقد.

1-2-1 - خيار البيع (Put option): يكون العقد خيار بيع إذا ما أعطى للطرف الأول الذي هو المشتري الحق في أن يبيع (إذا ما رغب) للطرف الثاني أي محرر الخيار أصلا معينة بكمية معينة وسعر معين وفي تاريخ معين أو خلال فترة زمنية معينة و ذلك حسب الاتفاق و ذلك مقابل حصول المحرر من المشتري على علاوة معينة تحددها شروط العقد.

1- حسني علي خربوش وآخرون ، مرجع سابق ، ص 154.

2- محمد مطر ، مرجع سابق ، ص 299-300.

وبالمفهوم أعلاه نجد أن محرر الخيار ملزماً هنا بأن يشتري من مشتري الخيار الأصل محل العقد ووفق الشروط التي يتضمنها و ذلك إذا ما رغب مشتري الخيار بتنفيذ العقد ، و نلاحظ من خلال ما سبق انه يبقى المشتري هو دائماً له الحق في تنفيذ الخيار و على المحرر إلا الإذعان له سواء كان ذلك بالنسبة لخيار الشراء أو خيار البيع ، كما أن المحرر يقوم بقبض علاوة من المشتري تحدد في شروط العقد . كما تجدر الإشارة إلى أن المستثمرين يلجأون إلى شراء عقود خيار الشراء و ذلك في حالة توقعهم لارتفاع مستوى أسعار الأصول في تلك العقود ، و يحدث العكس أي أنهم يلجأون إلى شراء عقود البيع في حالة توقعهم لهبوط في مستوى أسعار الأصول في تلك العقود.

1 3 - مزايا ومخاطر عقود الخيار :

توفر عقود الخيار للمستثمرين نوعين من المزايا هما¹:

1 3 4 - المضاربة (Speculation): يتم ذلك عن طريق استخدام المتعاملين للأموال قليلة من أجل المتاجرة في السوق المالي ، حيث نجد أن الطرف الأول و الذي يمثل مشتري الخيار يقوم بدفع علاوة والتي تمثل إلا نسبة ضئيلة من القيمة الإجمالية للعقد من المضاربة بكميات كبيرة من الاستثمارات ، كما نجد الطرف الثاني و الذي يمثل محرر الخيار يتمكن عن طريق المضاربة من استغلال الرفع المالي ، و ذلك بدفع هامش ضئيل نسبياً لبیت السمسة و الذي يقوم بدور الوسيط و ذلك لتأمين الوفاء بالتزاماته لمشتري الخيار. وعادة ما نجد أن المستثمرين يلجأون إلى المضاربة عندما يتوقعون أنه سوف يحدث ارتفاع في أسعار الأسهم في السوق المالي فيدخلون للسوق كمشتري للخيارات ، وإذا ما تحققت توقعاتهم و ذلك بشأن ارتفاع أسعار الأسهم فإنه تكون أمامهم فرصة كبيرة لجني أرباح طائلة أما إذا لم تتحقق تلك التوقعات فتكون خسائرهم محدودة فقط بعلاوة الخيار و التي تكون ضئيلة نسبياً .

1 3 2 - التحوط (Hedging): يمكن استخدام الخيارات كأداة للتحوط من مخاطر انخفاض أسعار أصول المحافظ الأوراق المالية، فإذا كان لدى أحد المستثمرين محفظة مكونة من الأسهم و يتوقع انخفاض السهم أو الأسهم التي يمتلكها ، فإن في هذه الحالة ما عليه إلا اللجوء إلى الخيارات و ذلك من

1- محمد مطر، مرجع سابق ، ص 300-301.

أجل القيام بشراء خيار بيع بموجب العقد ، و بالتالي في هذه الحالة يضمن عدم تجاوز الخسارة المتوقعة حدا معيناً ، عادة ما يتمثل في الفرق بين السعر السوقي للسهم و سعر التنفيذ المحدد حسب شروط العقد.

وبالمقابل نجد أن المزايا التي يحققها المضارب في الخيارات، فإنه يتحمل درجة عالية من المخاطرة ، و نجد أن القسط الأكبر من المخاطرة يقع على محرر الخيار ذلك لأن المشتري يحدد مقدار الخسارة سلفاً التي يكون على استعداد لتحملها و المتمثلة بقيمة العلاوة التي يدفعها إلى محرر الخيار، و ذلك لأن شروط العقد ، تجعل زمام المبادرة بتنفيذ الخيار أو عدم تنفيذه في يده و حسب رغبته و على خلاف ما يكون عليه محرر الخيار الذي لا يملك سوى الرضوخ لرغبة المستثمر، من هنا و في الأحوال التي تحدث تقلبات سعرية حادة عكس توقعاتهم يتعرض محررو الخيارات لخسائر كبيرة يعوضون جزءاً منها بال علاوة غير المستردة التي يتقاضوا من مشتري الخيارات.

2- العقود المستقبلية :

2-1 تعريف العقود المستقبلية (Futur contract):

تعرف العقود المستقبلية على أنه التزام إما لبيع وإما لشراء أصل معين بسعر محدد وبتاريخ مستقبلي محدد أي أن يتم التنفيذ في المستقبل ، والعنصر الأساسي في هذا العقد هو أن السعر والأصل والكمية يتم الاتفاق عليها عند توقيع العقد بينما يتم دفع الثمن وتسليم الأصل المتفق عليه في المستقبل ومن هنا جاء تعبير "المستقبلي" لوصف العقد¹.

وتختلف العقود المستقبلية عن عقود الخيار بوجوب التزام طرفي العقد بتنفيذ الاتفاقية حتى النهاية ، بينما تعطي عقود الخيار الحق وليس الالتزام ، إن الكثير من عقود المستقبلية عقود نمطية ومنظمة يشكل رسمي وكذلك عمليات التعامل بها ، ويأتي التمييز فيما يتعلق بالأمور التالية² :

- حجم العقد

- تاريخ التنفيذ

- الأسعار المستقبلية التي سيتم التنفيذ على أساسها

1- زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقية ، عمان ، دار وائل للنشر، 2007، ص97.

2- نفسه، ص98.

- متطلبات التعامل في بورصات العقود المستقبلية ومنها أن يودع في البورصة كل طرف من أطراف العقد مبلغا معيناً يسمى الهامش ، تتراوح قيمته ما بين 5 - 10 من قيمة العقد ككفالة حسن تنفيذ من قبل طرف العقد

- المواصفات الواجب توفرها بالسلعة موضوع التعامل من حيث النوعية ومستوى الجودة

- طرق ووسائل تسليم السلعة أو الأوراق أو العملات المتفق عليها

2-2- أنواع العقود المستقبلية :

تنوع العقود المستقبلية طبقاً للشيء محل التعاقد إلى ¹ :

2 2 1 - العقود المستقبلية للسلع : وهي العقود المستقبلية في سلع حقيقية نمطية لها سوق نشطة مثل : البن والسكر والنفط والمعادن الثمينة (الذهب ، الفضة).

2 2 2 - العقود المستقبلية المالية : وهي العقود المستقبلية على الأصول المالية كالسندات والأسهم أو أصول نقدية مثل الودائع ، ولكن في الواقع لا يوجد سوق مستقبلية على الأسهم.

2 2 3 - العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم : تعتبر العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم العالمية بمثابة التزام بين طرفي العقد بأن يدفع أحدهما للطرف الآخر مبلغاً من النقود ، يتمثل في الفرق بين قيمة المؤشر في التاريخ المتفق عليه ويسمى بيوم التسليم وبين المبلغ المتفق عليه وهو المسمى بثمن الشراء. وهذا الفرق سيدفعه البائع إذا كانت قيمة المؤشر أعلى سعر الشراء أو يدفعه المشتري إذا كانت سعر الشراء أعلى من قيمة المؤشر .

2 2 4 - العقود المستقبلية على العملات الأجنبية : وهي عقود مستقبلية يلتزم فيها البائع بالتسليم والمشتري بالاستلام لكمية معينة من العملات الأجنبية بسعر محدد يوم التعاقد مع التحديد الدقيق لكمية العملات الأجنبية وتاريخ تسليمها أو استلامها².

1- السيد متولي عبد القادر ، مرجع سابق، ص 253.

1- نفسه، ص 273.

2 3 مزايا ومخاطر العقود المستقبلية :

توفر العقود المستقبلية مزايا متعددة للمتعاملين أهمها¹ :

2 3 4 - المضاربة (Speculation): وذلك باستخدام ما يعرف بميزة المتاجرة بالهامش أو الرفع المالي، حيث يقوم المتعامل في العقود ، بدفع الهامش المطلوب و ذلك سواء كان مشتريا أو بائعا (هذا الهامش يمثل نسبة ضئيلة من القيمة الإجمالية للعقد) ، ذلك من يدخل السوق إما مستثمرا عاديا يسعى لتحقيق أرباح معقولة أو مضاربا يسعى لتحقيق مكاسب رأسمالية مرتفعة تنتج عن التقلبات السعرية.

حيث نجد من بين الضوابط التي تستخدم في سوق العقود المستقبلية ، و ذلك للحد من المغالاة في المضاربة ، نجد أن تقوم إدارة السوق بوضع مدى مسموحا به يحدد الحد الأدنى و الحد الأقصى للتقلبات التي تحدث في اليوم الواحد على أسعار العقد بحيث لا يجوز تخطيتها حتى لو اقتضى الأمر إلى وقف التعامل مع العقد. و عادة ما نجد أنه يتفاوت الحد المسموح به للتقلبات بين أنواع العقود و ذلك وفق لاختلاف وتنوع الأصول المشمولة ، و من الضوابط المستخدمة أيضا نجد وضع حد أقصى لعدد العقود التي يسمح للمستثمر الوافد أن يمتلكها معا.

وغالبا ما يكون سعر الأصل في العقد المستقبلي أعلى من نظيره في السوق الحاضر، ويطلق على الفرق بينهما مصطلح أساسي، و عندما يكون هذا الفرق موجبا فإنه يطلق عليه مصطلح علاوة، أما إذا كان سالبا فيطلق عليه مصطلح خصم.

من جانب آخر يرتفع سعر العقد المستقبلي كلما زاد أمد العقد و العكس وهنا يطلق على الفرق سعره في تاريخين مختلفين أحدهما قريب و الآخر بعيد بمصطلح مدى.

2 3 2 -التحوط (Hedging): وهدفه تخفيض المخاطر الرئيسية التي يتعرض لها المستثمرين والتي تتمثل عادة في:

1- محمد مطر ،مرجع سابق ، ص ص307-308.

- مخاطر تقلب أسعار صرف العملات الأجنبية (The risks of foreign currency exchange price fluctuations).
- مخاطر تقلب أسعار الأوراق المالية (The risk of volatility of stock prices).
- مخاطر تقلب أسعار الفائدة (The risk of volatility of interest rates).
- مخاطر تقلب أسعار السلع (The risk of volatility of prices of goods).

ويتم التحوط في سوق العقود عن طريق شراء العقد أو بيعه و ذلك حسب وضع كل من طرفي العقد فمثلا لو نجد أن مستثمر يقوم بإدارة محفظة مكونة من سندات دولية ، و توقع حدوث ارتفاع في أسعار الفائدة السوقية ، ولتجنب مخاطر انخفاض أسعار سندات المحفظة يدخل سوق العقود المستقبلية بائعا و على عكس ذلك فإن شركة تصدر السندات تتوقع انخفاض سعر الفائدة السوقية لتجنب المخاطرة المصاحبة لذلك فإنها تدخل سوق العقود المستقبلية مشترياً.

3 - عقود المبادلة (Swap contract):

3-1- تعريف العقود المبادلة :

تعرف عقود المبادلة" بأنها سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ حيث يتم تسوية عقد المبادلة على فترات دورية (شهرية، ربع سنوية، نصف سنوية)، و عقد المبادلة ملزم لطرفي العقد على عكس ما هو معروف في عقود الخيار، كما أن المتحصلات أو المدفوعات (الأرباح أو الخسائر) لا يتم تسويتها يوميا كما هو الحال في العقود المستقبلية، يضاف إلى ذلك أن عقد المبادلة لا يتم تسويته مرة واحدة كما هو الحال في العقود لاحقة التنفيذ.¹

وعقود المبادلات هي عقود ليست نمطية وهي من أدوات السوق الموازية ، لذلك فإن الطرفين المتعاقدين عادة هم من المتعاملين وهي عادة المؤسسات المالية التي تصنع أسواق المبادلات ، أما المستخدم الأخير فهو إما زبون للوسيط أو قد يكون شركة أو صندوق تقاعد أو بعض المنظمات ، والمبادلات بين الوسطاء هي الشائعة . وقد تتم عقود المبادلات بين المصارف وبين الحكومات الراغبة باستبدال عملتها

1 - محمد صالح الحناوي وآخرون، مرجع سابق ، ص 401.

بعملة أخرى لمدة محددة دون تحمل مخاطر أسعار الصرف ، وكل نوع من أنواع المبادلات يتحدد بكمية من النقود تدعى الأساس الافتراضي¹.

3 2 أنواع عقود المبادلات :

تأخذ عقود الخيارات أشكالا عديدة ويمكن تقسيم الخيارات إلى نوعين رئيسيين هما خيار الشراء، وخيار البيع وفيما يلي بيان كل منها:

3 2 1 - خيار الشراء (purchase option): وهو عقد بين البائع والمشتري يعطي فيه الحق للمشتري في الاختيار بين شراء أو عدم شراء أصل ما بسعر معين وذلك في تاريخ مستقبلي محدد، ويمنح المشتري هذا الحق لقاء مبلغ مالي يدفعه للبائع وهو العلاوة أو سعر الخيار.

3 2 2 - خيار البيع (Put option): هو عقد بين طرفين يمنح الحق لصاحب العقد في الاختيار بين بيع أو عدم بيع أصل معين ، وذلك في تاريخ مستقبلي محدد وبسعر يحدد مسبقا في العقد وذلك مقابل علاوة تدفع لبائع ويتم التنفيذ إذ انخفض السعر السوقي المستقبلي عن سعر التنفيذ المحدد في العقد².

1- حاكم الربيعي ، مرجع سابق، ص 365.

2- طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية، الإسكندرية، الدار الجامعية، 2001، ص 43-44.

المبحث الثالث: التحليل الاستثماري في سوق الأوراق المالية

يعرف التحليل الاستثماري بأنه أحد المهمات الرئيسية التي يباشرها المستثمرون والمحللون الأطراف المتعلقة بالسوق المالي كافة، من أجل التعرف الذاتي على مواقع الضعف أو الانحرافات لتصحيحها ومواقع القوة لتعزيز الإيجابيات فيها، ومن خلال المفهوم أن تحليل الاستثمار يمثل الدعامة الرئيسية لاختيار أي نشاط استثماري، حيث إنه لا بد من تحليل الظروف المحيطة بالاستثمار ودراستها، فالاستثمار في الأوراق المالية المختلفة لا يتأثر فقط بظروف المنشأة والمستثمر المؤسسي مصدر هذه الأوراق بل يتعدى ذلك وتتأثر بعوامل اقتصادية كلية، وكذلك النشاط والقطاع الذي تنتمي إليه¹. وينقسم التحليل الاستثماري إلى نوعين هما:

- التحليل الأساسي

- التحليل الفني

المطلب الأول: التحليل الأساسي

تطرقنا في هذا المطلب إلى تحديد المفاهيم الأساسية للتحليل الأساسي وذلك من خلال تحديد مفهومه وإطاره.

1- مفاهيم أساسية حول التحليل الأساسي:

1 1 تعريف التحليل الأساسي (Fundamental Analysis):

توجد عدة تعاريف للتحليل الأساسي من أهمها:

التحليل الأساسي على أنه " الأداة التنبؤية للظروف الاقتصادية العامة، وتحليل الصناعة التي ينتمي لها المشروع، وتحليل التقارير المالية للشركة بهدف التعرف على درجة نمو المشروع، وقدرته على تحقيق أرباح مستقبلية، وأثر ذلك على سعر الأسهم."²

1 - مروان شموط، كنجو عبود كنجو، أسس الاستثمار، القاهرة، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، 2008، ص301.

2 - نفسه، ص304.

كما يعرف على أنه " يقوم على تحليل البيانات والمعلومات ، بهدف التنبؤ بالأداء المستقبلي ، والذي ينعكس في الربحية المستقبلية للمنشأة ، وحجم المخاطر التي تتعرض لها تلك الربحية ، باعتبارهما (الربحية والمخاطر) المحددان الرئيسيان للقيمة السوقية للسهم.¹"

ويعرف أيضا على أنه " ذلك التحليل الذي يهتم بتحليل المحددات المؤثرة على سعر السهم كتلك الخاصة بالأرباح المتوقعة، الأمر الذي يتطلب دراسة مستقبلية للظروف الاقتصادية الدولية والمحلية وتأثيرها على الصناعة التي تنتمي إليها المؤسسة، وتحليل ظروف الصناعة وتحليل المؤسسة ذاتها.²"

ومن خلال هذه المفاهيم يمكننا تحديد مفهوم التحليل الأساسي وهو ذلك التحليل الذي يختص بتحديد القيمة الحقيقية للأصل المالي، من خلال جمع وتحليل ودراسة المعلومات وذلك من أجل تحديد الأرباح والمخاطر لاتخاذ القرارات الاستثمارية المناسبة.

1 2 خطوات التحليل الأساسي (Steps fundamental analysis):

يعد التحليل الأساسي عملا معقدا متعدد الجهات يتطلب علما واسعا ، وخبرة كبيرة ، وصبرا طويلا، وتكمن صعوبة جهود التحليل، وعموما فإنه يمكن استعراض خطوات هذا التحليل على النحو التالي³:

- تحديد الأهداف التي يطلب من عملية التحليل تحقيقها ، وقد تأتي أهداف التحليل في صيغ كلية حين يكون ذلك هو المطلوب ، أما حين يكون الأمر متعلقا بقرارات استثمارية معينة فإن على التحليل الأساسي أن يقدم لمتخذ القرار وصفا أكثر وضوحا يتضمن استنتاجات تبني عليها القرارات الاستثمارية إيجابا أو سلبا ، ومع ذلك فإن التحليل الأساسي لغاية الاستثمار يتطلب الإشارة إلى الأوضاع العامة المحيطة بالقرار الاستثماري على شكل أطر وحقائق كلية تكون في العادة نقطة البداية التي يدخل منها المحلل الأساسي إلى التفاصيل الخاصة بقضية أو مجموعة من القضايا المحددة .

1 - منير إبراهيم هندي ، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية (الأسهم والسندات)، مرجع سابق، ص 121.

2 - إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، الإسكندرية، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، 2000، ص 165 .

3 - مروان شموط ، كنجو عبود كنجو ، مرجع سابق، ص 305.

- بعد تحديد هدف التحليل ، يشرع القائمون عليه في عملية تجميع وتركيز للإحصائيات والمعلومات اللازمة لانجاز عملية التحليل، وتأتي هذه البيانات من مصادر متعددة كالتقارير الحكومية الرسمية ، وما تنشره المجالات والدوريات المتخصصة ، ومؤسسات البحث العلمي ، ومن أسواق الأوراق المالية والجهاز المصرفي وبيوت السمسرة ، والشركات المالية ، ومن التقارير السنوية للشركات ووحدات الإنتاج المختلفة أو غير ذلك من المصادر المحلية والدولية.

- من ثم يشرع المحلل في دراسة البيانات المتجمعة بالتفصيل للتحقق من طبيعة الآثار التي تكون لها في قيمة سلعة أو أداة استثمارية معينة ، بمعنى أن يصل المحلل إلى تلك العلاقة التي تربط بين معلومات معينة وسلعة معينة. وهذه العلاقة هي التي ستحدد في النهاية شكل التنبؤات والتوقعات الخاصة بحركة الأسعار ومداهما وذلك عندما يقوم المحلل بمناقشة الفرضيات والمعطيات التي يكون قد استقر عليها لغايات التحليل.

1 3 إطار التحليل الأساسي (The framework of fundamental analysis):

إن الدافع الأساسي لاقتناء سهم هو الحصول على عائد ويقوم المستثمرون بعمليات البيع والشراء بالاعتماد على تحليلهم لمعلومات معينة وجدت في السوق لكن المشكلة الأساسية تكمن في أن هذه المعلومات الخاصة بالأرباح الموزعة وأسعار الأسهم للفترات المستقبلية تتأثر بالتغيرات الاقتصادية والسياسية والاجتماعية بحيث لا يمكن التوقع بالأداء المستقبلي بمستوى تأكيد تام. ولهذا فالإطار المستخدم لإجراء هذا التحليل يعتمد على دراسة الاقتصاد ، القطاع ، والشركة.

1 3 4 تحليل الاقتصاد (Economic Analysis):

نتيجة لتراكم الخبرات العلمية والعملية في مجال تحليل الاستثمار في الأوراق المالية ، فقد تبين أن جزءا كبيرا من التغير في أسعار الأسهم يعزي إلى حدوث تغيرات في الاقتصاد أو في السوق ككل. هذا يعني أنه لإعداد تقديرات عن التغيرات في سعر السهم ، يجب أن يقضي محلل الاستثمارات بعضا من الوقت في دراسة القوى المؤثرة على الأداء العام للاقتصاد، ذلك أن النشاط الاقتصادي له أثر مباشر على أرباح الشركات وتوجهات المستثمرين وتوقعاتهم لأسعار الأسهم، وكذلك إن النشاط الاقتصادي العام سيعكس نفسه في السلوك العام لأسعار الأسهم .

يمر الاقتصاد لكل بلد بدورات انتعاش ودورات تراجع أو كساد ولكل من هذه الدورات تأثير المباشر على أسعار الأسهم والأوراق المالية ، ففي دورات الانتعاش يزداد الناتج وتتحرك عجلة الاقتصاد فتزداد الدخول وترتفع الأرباح وكذلك أسعار الأسهم، وبالمقابل ففي دورات الكساد ، تبدأ حركة الاقتصاد بالتباطؤ بحيث يعاني الاقتصاد من الانكماش وتراجع الأداء فيصاحب ذلك انخفاض في الأرباح ومن ثم انخفاض في أسعار الأسهم.

ولتحديد حالة الاقتصاد يعتمد المحلل على مؤشرات اقتصادية والتي تتمثل في مجموعة من المتغيرات التي يجب على متابعتها دقة ويشكل مستمر ومنها: اتجاه الناتج المحلي الإجمالي، عرض النقود ، هيكل أسعار الفائدة، نسبة التضخم... الخ¹.

1 3 2 - تحليل ظروف الصناعة (Analysis of the industry circumstances):

يعتبر تحليل ظروف الصناعة الخطوة الثانية في التحليل الأساسي ، حيث يدرك المحللون المحترفون تماما وجود فروق واضحة بين الصناعات المختلفة وينضمون تحليلاًهم وتكوين الحوافز المالية طبقاً للمجموعات الصناعية ، ويقومون أيضاً بتحليل الصناعة لأنهم يشعرون بأن ذلك سيساعدهم في تمييز الفرص الاستثمارية المرشحة ، فدراسة ظروف الصناعة تمكننا من تحديد اتجاهات الصناعات المختلفة وأن منها ما يعتبر استثماراً جيداً ، وقد أظهرت دراسات عديدة وجود نماذج متميزة في معدلات العائد ومقاييس المخاطرة في صناعات مختلفة².

إذا فالتحليل الأساسي للقطاعات الصناعية المختلفة يمكن المستثمر من اختيار القطاعات التي يتوقع لها الازدهار والنمو والربحية في ظل التطورات الاقتصادية المنتظرة ، بعد ذلك يستطيع المستثمر الانتقال إلى المرحلة التالية والتي تهدف إلى تحليل شركات هذه القطاعات المختارة للتعرف على الشركات الرائدة فيها³.

1 3 3 - تحليل ظروف الشركة (Analysis of the company's circumstances):

1 - مروان شموط ، كنجو عبود كنجو ، مرجع سابق ، ص 308.

2 - طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية ، الإسكندرية ، الدار الجامعية ، 2006، ص 121.

3 - عصام حسين ، مرجع سابق ص 160.

يعد تحليل ظروف الشركة الخطوة الأخيرة في التحليل الأساسي ، حيث يهدف إلى تحلي ل الشركات بالدرجة الأولى لتحديد ربحيتها ومدى نموها وقوتها المالية وقدرتها على منافسة غيرها الشركات المنتجة في القطاع عينه، لاختيار الشركة الأولى في كل قطاع والتي من المتوقع أن تتفوق من حيث نموها وربحيتها على قريناتها في هذا القطاع.

إن الأثر المباشر لعوامل البيئة الاقتصادية والصناعية على شركة معينة ينعكس على العائد المحقق لهذه الشركة ، وهذه المعلومات وأمور أخرى تساعد على اتخاذ القرار الاستثماري ، ذلك أن المستثمرين يجب أن يتعرفوا على خصائص كل البدائل الاستثمارية المتاحة .
ويجب متابعة الحصول على المعلومات الخاصة بهذه البدائل باستمرار، وسيكون الاهتمام بمصدرين من المعلومات¹ :

- معلومات داخلية : وتتضمن البيانات المعلنة في القوائم المالية ، وتعكس هذه البيانات الأداء من وجهة نظر إدارة الشركة لنفسها.

- معلومات خارجية: يتم إعدادها خارج الشركة وغالبا من جانب بيوت الخبرة والمؤسسات الاستثمارية والاستشارية التي تكون محايدة في عرضها للمعلومات وتتجاوز النقص الممكن أن يكون موجودا في المعلومات المعروضة من جانب الشركات أنفسها.

إن دراسة أوضاع الشركات ومتابعة أحوالها باستمرار تمكن المستثمرين من التعرف وبشكل مبكر على أي متغيرات إيجابية أو سلبية قد تطرأ على أوضاع هذه الشركات فتؤثر على أسعار أسهمها².

المطلب الثاني : التحليل الفني

تطرقنا في هذا المطلب إلى تحديد المفاهيم الأساسية للتحليل الفني من خلال تحديد مفهومه وأدواته.

1 - مفهوم وفلسفة التحليل الفني :

1 - مروان شموط ، كنجو عبود كنجو ، مرجع سابق، ص 312.

2 - عصام حسين ، مرجع سابق ص 160.

1 1 تعريف التحليل الفني (Technical Analysis): توجد العديد من التعاريف للتحليل الفني أهمها:

يعرف التحليل الفني على أنه "دراسة حركة السوق ، وليس السلع والبضائع المتداولة به، والتحليل الفني هو علم رصد وتسجيل . عادة في شكل رسم بياني . جميع المعلومات الخاصة بالتداول (السعر ، حجم التداول، تاريخ التداول ... الخ) لسهم معين أو مجموعة من الأسهم ، ثم استنتاج اتجاه الأسعار في المستقبل من الصورة التاريخية المرسومة.¹"

كما يعرف على أنه " استخدام البيانات التي تتولد من سوق معين لتحليل كل من سوق الأسهم الكلي، والأسهم الفردية، وأحيانا يسمى بتحليل السوق أو التحليل الداخلي، لأنه يستخدم بيانات السوق نفسه لتقييم الطلب والعرض لأسهم معينة، أو للسوق بأكمله، وهكذا يعتقد المحللون الفنيون بأنه للقيام بالتنبؤات الخاصة بالسوق، فإن هذا السوق نفسه هو أفضل مورد للبيانات.²"

ويعرف أيضا على أنه " بالتحليل التقني أي بالفن والمهارة، ويقصد بها دراسة السوق باستخدام المعلومات التاريخية والحالية المتعلقة بأسعار الأسهم من أجل التنبؤ بحركة واتجاهات أسعار الأسهم في المستقبل، وغالبا ما يعتبر التحليل الفني جزءا من المعلومات الإحصائية.³" ومن خلال هذه التعاريف يمكننا تعريف التحليل الفني على أنه "دراسة تطور السوق وذلك بالاعتماد أساسا على قاعدة المنحنيات - الخرائط - وذلك من أجل التوقع بالاتجاهات المستقبلية للأسعار".

1 2 فلسفة التحليل الفني (Philosophy Technical Analysis):

يمكن تلخيص فلسفة التحليل الفني للأوراق في النقاط التالية⁴:

- تتحدد القيمة السوقية للورقة المالية في ضوء تفاعل قوي للعرض والطلب فقط.

1 - عبد المجيد المهيلي، التحليل الفني للأسواق المالية، ط5، دار البلاغ للنشر والطباعة والتوزيع، 2006، ص47.

2 - طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الإسكندرية، الدار الجامعية، 2000، ص146.

3- Leigh Stevens , John wiley, *Essential Technical analysis, sons, Inc, New York ,2002,P3.*

4 - جلال إبراهيم العبد ، مرجع سابق، ص150.

- تتحكم عوامل عديدة في العرض منها عوامل رشيدة وأخرى غير رشيدة ، حيث تتضمن العوامل الرشيدة،المعلومات الخاصة بالسهم والتي تنعكس آثارها في سلوك المستثمرين بالسوق ،وعوامل غير رشيدة مثل الآراء والأمزجة والتخمين...الخ.ويقوم السوق بالموازنة بين هذه العوامل بشكل تلقائي مستمر لتحديد الأسعار الملائمة.

- تميل أسعار الأوراق المالية لأن تكون اتجاهات في حركتها مستمر لفترات طويلة نسبيا بالرغم من احتمال تقلبها بشكل طفيف من وقت لآخر .

- يؤدي التغير في علاقة العرض والطلب إلى تغيير في اتجاه الأسعار ويمكن ملاحظة التغيرات آجلا أو عاجلا في حركة السوق دون الحاجة إلى معرفة أسباب ذلك .

2 أدوات التحليل الفني(Technical Analysis Tools):

تحاول أدوات التحليل الفني التنبؤ بالتغيرات التي ستطرأ على مؤشرات الأسهم في الأسواق ككل أو على أسعار الأسهم الانفرادية ، التنبؤ بالتغيرات التي ستطرأ على مؤشرات الأسهم في الأسواق أو على أسعار الأسهم الانفرادية في المستقبل، عن طريق دراسة سلوك هذه المؤشرات والأسعار في الماضي ومتابعة ظروف العرض والطلب على هذه الأسواق . حيث يمكن تصنيف أدوات التحليل الفني إلى مجموعتين رئيسيتين :

- المجموعة الأولى تهدف إلى التنبؤ باتجاه السوق ككل عن طريق دراسة ما يمكن تسميته أدلة السوق .
- المجموعة الثانية فيمكن تطبيقها على السوق ككل وعلى سهم شركة معينة للتعرف على تغير سعره واتجاه هذا التغير مستقبلا .

2 4 أدوات تحليل السوق (Market Analysis Tools):

تهدف هذه الأدوات إلى التنبؤ باتجاه السوق ككل عن طريق دراسة ما يمكن تسميته أدلة السوق ، فبواسطة هذه الأدلة يحاول المحللون الفنيون التعرف على قعر السوق وبالتالي على بداية السوق الصاعدة

أي قمة السوق¹ ، وفي هذا الصدد توجد ثلاث مجموعات من مقاييس أو مؤشرات السوق هي² : مقاييس ميل أو اتجاهات المستثمرين ، ومقاييس وجهة النظر المضادة ومقاييس المستثمر المحترف .

2 1 4 - مقاييس ميل أو اتجاهات المستثمرين (Investor Sentiment):

تعطي مقاييس ميل المستثمرين مؤشرا لاتجاه الحركة المستقبلية في أسعار الأسهم ، ويدعى أنصارها بأنها مؤشرات تسبق مؤشرات أسعار السوق ، وذلك من حيث قدرتها على التنبؤ بالحالة الاقتصادية العامة للدولة ، ومن ابرز تلك المقاييس المؤشرات ما يلي:

- مؤشر الثقة (Barrons.s Confidence Index): يعرف هذا المؤشر بمؤشر الثقة لبارون الذي

تنشره أسبوعيا مجلة بارون الأمريكية والذي يقاس بالمؤشر³:

$$\text{مؤشر الثقة} = \frac{\text{عدد السندات مرتفعة الجودة}}{\text{عدد السندات متوسطة الجودة}} \times 100$$

تقوم فكرة المؤشر على أساس لانه عندما تكون ثقة المستثمرين في السوق كبيرة واهم متفائلون بشأن

المستقبل ، حينئذ يتوقع أن يزداد الطلب على السندات التي تنطوي على مخاطر أكبر.

إن مقياس بارون يمكن أن يساعد المستثمر في توقيت القرار الاستثماري ، فعندما تكون ثقة قيمة مؤشر

الثقة في صعود فإن هذا يعني أن الحالة الاقتصادية العامة جيدة ، وأن أسعار السوق سوف تتجه نحو

الصعود أكثر وأكثر في المستقبل ، ومن ثم يكون التوقيت الملائم للشراء ، أما إذا كانت قيمة المؤشر آخذة

في الهبوط فإن هذا يعني أن الحالة الاقتصادية العامة غير جيدة ، وأن أسعار السوق سوف تتجه نحو الهبوط

أكثر في المستقبل، وبالتالي فإن التوقيت غير ملائم للشراء.

إن من عيوب هذا أنه يركز على جانب الطلب على السند كمحدد للعائد الذي يتولد عنه، بينما

يتجاهل عوامل أخرى لها تأثير على أسعار الفائدة على تلك السندات ومن بينها حجم المعروض من

النقود.

1 - عصام حسين ، مرجع سابق ، ص 163.

2 - منير إبراهيم هندي ، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية (الأسهم والسندات)، مرجع سابق، ص 195.

3- نفسه، ص 195.

الفصل الأول: الجوانب النظرية والفنية لسوق الأوراق المالية

- مؤشر مستويات العليا والدنيا (High-Low Index): إن هذا المؤشر تتم فيه مقارنة عدد الأسهم التي بلغ سعرها مستوى مرتفع لم تصل إليه من قبل (د) ، بعدد الأسهم التي بلغ سعرها مستوى منخفض لم تصل إليه من قبل (ذ). ويقاس هذا المؤشر بالعلاقة التالية :

$$\text{مؤشر المستويات العليا والدنيا} = 100 \times \frac{د}{د + ذ}$$

إن قيمة هذا المؤشر لا يد أن تتراوح بين صفر والواحد، فإذا ما كانت قيمة المؤشر قريبة من الواحد الصحيح ، يكون ذلك دليلا على أن عددا أكبر من الأسهم ارتفعت أسعارها إلى مستوى لم تصل إليه من قبل، والعكس إذا كانت قيمة المؤشر قريبة من الصفر، ويدعى إتباع هذا المؤشر أنه عندما تكون قيمته أقل من 0.1 فإن ذلك يعد بمثابة مؤشر على انتهاء مرحلة تدهور الأسعار. أما إذا كان قيمة المؤشر أكبر من 0.9 فيعد بمثابة مؤشر على بلوغ مرحلة الصعود في الأسعار إلى نهايتها ، أي أنها في طريقها نحو الانخفاض. وكذلك يعطي المؤشر للمستثمر المعلومات التي يريدها بشأن قرار الاستثمار ، وما إذا كان قرار بالبيع أو بالشراء.

- مؤشر الارتفاع والانخفاض (Advance-Decline Ratio): إن مقياس ميل المستثمرين نسبة عدد الأسهم التي سجلت ارتفاعا في قيمتها السوقية إلى عدد الأسهم التي سجلت انخفاضا في قيمتها السوقية . وهناك صورا عديدة لهذا المقياس ، أكثرها شيوعا المعادلة الآتية :

$$\text{نسبة الارتفاع والانخفاض} = 100 \times \frac{\text{عدد الأسهم التي حققت صعودا}}{\text{عدد الأسهم التي حققت صعودا أو هبوطا}}$$

يبين هذا المقياس انه عندما تكون النسبة 0.6 أو أكثر فإن ذلك يعد مؤشرا على ان الاتجاه الصعودي للسوق يقترب من نهايته . وإذا ما بلغت النسبة 0.35 فإن هذا يعني أن الاتجاه النزولي قد بلغ مداه ، وأن الأسعار سوف تتجه في القريب نحو الارتفاع . أما إذا كانت النسبة 0.6 أو أكثر ثم بدأت في الانخفاض ، فإن هذا يعد مؤشرا إلى اتجاه نزولي مضطرب في الأسعار. وبالطبع تعد هذه المعلومات مفيدة لتوقيت قرارات الاستثمار.

أما الفكرة الأساسية وراء المؤشر ، فهي محاولة معرفة ما إذا كانت حركة المؤشر المجمع تسير جنبا إلى جنب مع حركة مؤشر داو جونز ، أو غيره من المؤشرات المماثلة .

- مؤشر البيع على المكشوف (short sales index) : يعتبر هذا المؤشر مقياس آخر لميل المستثمر وهو نسبة الأسهم اتلي أبرمت عليها صفقات البيع على المكشوف والتي تقاس بالمعادلة¹:

$$\text{نسبة البيع على المكشوف} = \frac{\text{المتوسط اليومي لصفقات البيع على المكشوف}}{\text{المتوسط اليومي للصفقات}}$$

يعتقد الفنيون أن ارتفاع تلك النسبة (تزايد صفقات البيع على المكشوف التي يبرمها المضاربون) ، حيث يعد مؤشرا على اتجاه الأسعار نحو الارتفاع في المستقبل ، ومن ثم يتوقع أن يسعى المضاربون إلى تغطية مراكزهم لمواجهة تلك التوقعات ، وذلك بشراء تلك الأسهم من السوق، مما يترتب عليه زيادة في الطلب وارتفاع الأسعار بالتبعية. أما أنصار التحليل الأساسي فيفسرون نتائج ذلك المؤشر بطريقة عكسية - مؤشر الاتساع : يعتبر الكثير من المحللين الفنيين أن يمكن استخدام مؤشر الاتساع لمعرفة درجة القوة أو الضعف في سوق الأوراق المالية - بدلالة عدد الأسهم المصدرة والمتداولة- فمن خلال دراسة هذه الأسهم يمكن معرفة تلك التي حدث تطور إيجابي في حجم التعامل اليومي ، وتلك التي حدث انخفاض في حجم التعامل اليومي ، وتلك التي حدث انخفاض في حجم التعامل ، وتلك التي بقي حجم التعامل دون تغير خلال يوم العمل .

يستخدم الكثير من المحللين الفنيين في حساب مؤشر التقدم والانخفاض للأسهم حيث يتم حساب هذا المؤشر كما يلي :

- يطرح عدد الأسهم التي حدث انخفاض في أسعارها من عدد الأسهم التي حدث زيادة في أسعارها.

- قسمة الناتج من الخطوة السابقة / عدد الأسهم المصدرة التي تم التعامل عليها خلال يوم العمل.

1- منير إبراهيم هندي ، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، مرجع سابق، ص202.

الفصل الأول: الجوانب النظرية والفنية لسوق الأوراق المالية

يتم رصد أو تسجيل قيمة هذا المؤشر على أساس يومي، ومن ثم يمكن من خلال ذلك إعداد منحنى الزيادة أو الانخفاض والذي يعبر عن اتجاه السوق¹.

2 1 2 - مقاييس وجهة النظر المضادة (Contrary Opinion):

تقوم مقاييس وجهة النظر المضادة على اعتقاد مؤداه أن هناك مجموعة من المستثمرين عادة ما تتخذ قرارات استثمارية خاطئة ، خاصة عندما تكون أسعار السوق في طريقها إلى التحول . وبناء عليه فإن الإستراتيجية الناجحة تقتضي معرفة قرارات هؤلاء المستثمرين وعلى ضوءها تتخذ قرارات عكسية . ومن أكثر تلك المقاييس شيوعاً²:

- مؤشر توازن الكميات الكسرية (Odd-Lot Balance Index):

يقصد بالكميات الكمية الكسرية صفقات البيع والشراء التي يبرمها صغار المستثمرين ، والتي تقل الكمية التي تتضمنها 100 سهم والذي يقاس بالمعادلة :

$$\text{مؤشر توازن الكميات الكسرية} = \frac{\text{مبيعات كميات الكسرية}}{\text{مشتريات كميات الكسرية}}$$

وفقاً لهذا المؤشر إذ

المستثمرين أكبر من مشترياتهم. أما إذا كانت القيمة أقل من الواحد الصحيح ، حينئذ تكون مبيعاتهم أقل من مشترياتهم. وبالتالي فإن على المستثمر الذي يسترشد بهذا المؤشر ، فإنه عندما يتجه المؤشر نحو النزول يكون معنى ذلك أن أوامر البيع لصغار المستثمرين أقل من أوامر الشراء ، ويكون الوقت ملائم للبيع ، أما عندما يتجه المؤشر نحو الصعود يكون الوقت ملائم للشراء .

2 1 3 - مقاييس المستثمر المحترف (Professional Investor): إن الصفقات التي

يبرمها الصفقات المستثمرون المحترفون ، ويقصد بها الصفقات التي يبرمها المستثمرون المؤسسيين ، وكذا الصفقات التي يبرمها كبار المديرين والملاك على أسهم المنشآت التي يعملون بها عادة ما يتولد عنها عائد

1 - عبد الغفار حنفي ، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية (أسهم - سندات - وثائق الاستثمار - الخيارات)، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، مصر ، 2005، ص 316، 314.

2 - منير إبراهيم هندي ، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية (الأسهم و السندات)، مرجع سابق، ص 200 - 202.

الفصل الأول: الجوانب النظرية والفنية لسوق الأوراق المالية

متميز. وبالتالي يصبح تتبع قرارات هؤلاء المستثمرين ومحاكاتها أمرا ذا أهمية. وفي هذا الصدد تستخدم مقاييس شائعة لمعرفة اتجاهات المستثمرين المحترفين وهي :

- نسبة البيع على المكشوف للمتخصصين (**Specialists short sales Ratio**): ويحسب هذا المؤشر وفق العلاقة التالية :

$$\text{نسبة البيع على المكشوف للمتخصصين} = \frac{\text{المبيعات على المكشوف للمتخصصين}}{\text{مجموع المبيعات على المكشوف}}$$

إن هذا المؤشر يقيس احتمال ارتفاع أو انخفاض الأسعار في المستقبل حيث أن المتوسط التاريخي لبورصة نيويورك يصل إلى (0.55) و عليه فإنه عندما تصل قيمة هذا المؤشر إلى (0.6) ، فإن هذا يعني أن المتخصصين في شك بشأن احتمال ارتفاع الأسعار في المستقبل، أما عندما تصل هذه النسبة إلى أكثر من (0.6) ، فإن هذا يدل على أن أسعار السوق في طريقها إلى الانخفاض، أما في حالة أن قيمة المؤشر أقل من (0.45) ، فإن هذا يدل على أن أسعار السوق في طريقها إلى الصعود، أما إذا كانت أقل من (0.3) ، فإن هذا يدل بالتأكيد على أن الأسعار ستتجه نحو الصعود.

و بما أن صفقات البيع على المكشوف التي يرمها المتخصصين على فترات متباعدة، قد تتغير خلالها أحوال السوق ، ومن ثم يصعب الاستفادة من النتائج التي يفسرها هذا المؤشر.

- مؤشر الكميات الكبيرة (**Big Block Index**): يقصد هذا المؤشر الصفقات التي يرمها المؤسسات المتخصصة في الاستثمار، والتي عادة ما تكون في حدود 50 ألف سهم أو أكثر في الصفقة الواحدة .

- ويحسب هذا المؤشر وفق الصيغة التالية:

$$\text{مؤشر الكميات الكبيرة} = \frac{\text{عدد الصفقات بأسعار صعودية}}{\text{عدد الصفقات بأسعار صعودية أو نزولية}}$$

إن قيمة المؤشر تتراوح ما بين الصفر والواحد ، حيث كلما اقتربت قيمة المؤشر من الصفر كان ذلك مؤشرا لاتجاه الأسعار نحو الهبوط ، أما إذا اقتربت قيمة المؤشر من الواحد الصحيح فإن أسعار السوق تكون متجهة نحو الصعود .

2 2 أدوات تحليل الفني للأوراق المالية:

يعتقد الفنيون أن حركة التغيير في سعر السهم في الماضي عادة ما تؤخذ نمطا مميزا، يمكن من خلاله التنبؤ بما سيكون عليه هذا السعر في المستقبل ، في ظل اعتقاد بأن الماضي قد يعيد نفسه. وفي هذا الصدد نعرض الأدوات الرئيسية الآتية:

2 2 1 - مؤشر القوة النسبية (Relative Strength Index): يستخدم هذا المؤشر للكشف عن حالة السوق أو السهم، وما إذا كان السوق يمر بمرحلة شراء مغالي فيها أو مرحلة بيع مغالي فيها فإذا كان السوق يمر بمرحلة شراء مغالي فيها كان ذلك يدل على أنه عدد كبير من المستثمرين يمتلكون حصص من الأسهم، وبالتالي فإنه من المتوقع أن تنخفض الأسعار عندما يقوم بعض المستثمرين ببيع ما لديهم من الأسهم لتحقيق الربح. أما إذا كان السوق يمر بمرحلة بيع مغالي فيها، فمعنى ذلك أن قليل من المستثمرين يمتلكون حصص من الأسهم، ومن ثم من المتوقع أن يلجأ عدد كبير من المستثمرين إلى شراء الأسهم وهو ما يؤدي إلى ارتفاع سعر السهم مستقبلا.¹

2 2 2 - خرائط الأعمدة البيانية (Bar Chart): هناك نماذج متعددة لخرائط الأعمدة البيانية، ومن الخرائط الشائعة خريطة المستويات المساعدة والمقاومة، وخرائط الرأس والأكتاف.²

2 2 3 - خريطة المستويات المساعدة والمقاومة (Support & Resistance): تقوم على تصور سلوك المستثمرين في المستوى المساعد، وهو مستوى سعر متدني ، وأن احتمال نزوله إلى أقل من ذلك كبيرا . أما مستوى المقاومة فهو مستوى عال في السعر ، واحتمال ارتفاعه إلى أكثر من ذلك ليس كبير . وحتى إذا حدث هبوط في السعر على المستوى المتدني أو ارتفاع عن السعر العالي فإنه لا يلبث أن يعود إلى مستواه السابق.

1 - جلال إبراهيم العبد ، مرجع سابق، ص182.

2 - منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية ، مرجع سابق، ص ص 207- 210 .

2 2 4 - خريطة الرأس والأكتاف (Head & Shoulder Move): وهي من حركة السعر

التي يبحث عنها الفنيون نمط الرأس والأكتاف، حيث نجد في هذا النوع ازدياد في حجم الصفقات يترتب عليها ارتفاع مضطرب في السعر والعكس صحيح.

2 2 5 - خريطة المتوسط المتحرك : يعتبر هذا النوع شائع الاستخدام في التحليل سواء على

مستوى سوق الأوراق المالية أو على المستوى الفردي ، والهدف منه معرفة كل من اتجاه التغير ومعدله حيث يمكن حساب متوسط السعر الجديد من خلال استبعاد المشاهدة الأولى وإضافة مشاهدة جديدة ثم تكرر يوميا (أو أسبوعيا) وبهذا يمكن التوصل إلى خط سعر المتوسط المتحرك وهو ما يعبر عن الاتجاه والأساسي لأسعار السهم .

إن هذا المؤشر يساعد على اتخاذ قرار شراء الأوراق المالية ، حيث أن عملية البيع تتم على أن

تتحقق النقاط التالية¹:

- إذا كان السعر الذي يتداول به السهم أسفل المتوسط المتحرك ومتوجها إليه ولم يمر بعد بالمتوسط ويبدأ في الانقلاب إلى أسفل فهذا مؤشر على البيع .

- إذا كان السعر الذي يتداول به موازي لأعلى أو أسفل المتوسط المتحرك وأن سعر السهم أو المؤشر يمر به من أعلى .

- إن سعر السهم تجاوز المتوسط المتحرك وأن خط المتوسط يتجه إلى أسفل .

وتحدث عمليات الشراء إذا حدث عكس النقاط السابقة .

1 - عبد الغفار حنفي ، مرجع سابق ، ص 292.

المطلب الثالث : أوجه الاختلاف بين التحليل الفني والتحليل الأساسي

يختلف التحليل الفني على التحليل الأساسي في أنه يعتمد على استخدام الرسوم والأشكال البيانية لتحركات أسعار الأسهم وأحجام التعامل في الأوراق المالية ، والتعرف على نوعية كل من المستثمرين والبائعين ولأن هذا الأسلوب يستخدم الخرائط والأشكال البيانية والتي تبدو فنية إلى حد كبير لذلك يطلق عليه اسم "التحليل الفني"، إن استخدام مصطلح التحليل الفني لا يعني أن التحليل الأساسي مبسط، لأن تحليل البيانات المالية لشركة يمكن أن يكون معقد جداً، ومع ذلك ففي لغة الاستثمار فإن مصطلح التحليل الفني يشير إلى نوع معين من التحليل يختلف تماماً عن الدراسة المنتظمة للبيانات المالية للشركة وموقفها داخل الصناعة التي يعمل فيها. والجدول التالي يوضح الفرق بين التحليل الأساسي والتحليل الفني :

الجدول رقم (1-1): يبين الفرق بين التحليل الأساسي والتحليل الفني

وجه المقارنة	التحليل الأساسي	التحليل الفني
المفهوم	هو التحليل الذي ينصب على الظروف الاقتصادية العامة وظروف الصناعة وظروف المنشأة.	هو التحليل الذي ينصب على ظروف السوق (أسعار الأوراق المالية وحجم التداول وغيرها).
الهدف	تقييم العوائد والمخاطرة لاتخاذ قرارات الاستثمار والإقراض. تصديق الأسهم المسعرة بأقل من قيمتها الحقيقية لضمها لمحفظة المستثمر وتلك المسعرة بأكبر من قيمتها .	دراسة متغيرات السوق في الماضي والدورات وذلك لأغراض التنبؤ باتجاهات السوق في المستقبل في مرحلة مبكرة لاتخاذ قرارات الاستثمار في الأوراق المالية
الافتراضات	إن سوق رأس المال كفاء على الأقل في شكله الضعيف . يمثل هذا النوع من التحليل ضمانة لعدم الوقوع في أخطاء استثمارية فادحة عند اتخاذ قرارات الاستثمار .	تتحدد القيمة السوقية للأوراق المالية من خلال تفاعل قوي العرض والطلب . العوامل التي تحكم العرض والطلب بعضها منطقية والبعض الآخر غير منطقية . إن السوق أفضل متنبأ لنفسه . إن التحرك من سعر توازن إلى آخر يستغرق بعض الوقت .
مصادر البيانات الخاضعة للتحليل	عوامل اقتصادية عامة مثل: الناتج القومي، أسعار الفائدة ، أسعار الصرف، النفقات الرأسمالية . عوامل متعلقة بالصناعة مثل: دورة حياة المنتج، اتجاهات الصناعة ، المنافسة ، الجوانب الاقتصادية والتكنولوجية .	إن سوق رأس المال غير كفاء عوامل السوق نفسه مثل: حجم التداول ، أسعار الأوراق المالية، حجم التداول ، عدد الصفقات وحجمها، سلوك المستثمرين، عمليات البيع على المكشوف ، التوقيت الزمني ، اتساع السوق ، الجو النفسي .

الفصل الأول: الجوانب النظرية والفنية لسوق الأوراق المالية

	عوامل متعلقة بالمنشأة مثل: القوائم المالية وتقارير مجلس الإدارة وتقرير مراقب الحسابات والملاحظات.	
مؤشرات ميول المستثمرين مؤشرات تدفقات الأموال مؤشرات هيكل السوق	المؤشرات الاقتصادية العامة، دورة حياة الصناعة ، التنبؤ بحالات النمو، تحليل ظروف المنافسة ، تحليل التطورات التكنولوجية ، القوائم المالية المقارنة ، تحليل السلاسل الزمنية ، التحليل الرأسي للقوائم المالية ، تحليل النسب، التحليلات الخاصة	أدوات التحليل الرئيسية
وفرة عدد المحللين الفنيين يحد من منفعة هذا الأسلوب يحتاج الأمر في بعض الحالات إلى استخدام أكثر من قاعدة فنية للتأكد من سلامة التنبؤ تحتاج القواعد الفنية باستمرار إلى تطوير لتناسب الظروف البيئية المتغيرة .	تحتاج إلى جهد وتكلفة أكبر نسبياً مقارنة بالتحليل الفني توجد بعض التحفظات التي تحد من منفعة القوائم المالية التي تعدها الشركة صعوبة متابعة عدد أكبر من الأسهم الفردية مقارنة بالتحليل الفني.	حدود استخدامها

المصدر: طارق عبد العال حماد ، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ،

مصر 2006، ص ص 427-429.

المبحث الرابع: كفاءة ومؤشرات سوق الأوراق المالية

يعتمد الاستثمار في الأوراق المالية وتنفيذ صفقات البيع والشراء بالدرجة الأساسية على البيانات والمعلومات المتوفرة عن الشركة التي يتم تداول أوراقها المالية في السوق المالي ، وإن عدم توفرها بالدقة المطلوبة أو النقص بها أو عدم تكافؤ فرص الحصول عليها سيؤثر تأثير كبير على قرارات المستثمرين عند شراء الأوراق المالية وإن أي خلل في هذه البيانات والمعلومات يؤدي إلى عدم كفاءة السوق المالي.

المطلب الأول : كفاءة سوق الأوراق المالية

تطرقنا في هذا المطلب إلى تحديد مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية و أنواعها و متطلباتها وبالإضافة إلى الصيغ المختلفة لها.

1 - مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية (the efficiency of the stock market):

المقصود بالكفاءة هي سرعة استجابة أسعار الأسهم ، لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيها يكون من شأنها تغيير نظرهم في مستقبل المنشأة المصدرة للسهم. وحيث أن المعلومات التي تأتي إلى السوق في أي وقت ومستقلة عن بعضها البعض، فإنه يصبح من المتوقع أن تكون حركة الأسعار عشوائية حيث تتجه صعودا من الأنباء السارة أو هبوطا من الأنباء غير السارة ، التي تصل إلى السوق فجأة وبدون سابق إنذار أي أن تتحرك أسعار الأسهم بشكل يصعب التنبؤ به،¹ وتعرف السوق الكفلة أيضا بأنها سوق يعكس فيها سعر الورقة المالية كافة المعلومات المتاحة عنها ، حيث لا يوجد فاصل زمني في الحصول على المعلومات الواردة إلى السوق وبين الحصول على نتائج محددة بشأن سعر الورقة المالية.²

2 - أنواع كفاءة سوق الأوراق المالية (Types of efficient stock market):

هناك نوعان من الكفاءة للأسواق المالية وهما: الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية

2 4 4 الكفاءة الكاملة (Perfectly efficiency):

يقصد بهذا النوع من الكفاءة أنه لا يوجد فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة إلى السوق وبين

1- منير إبراهيم هندي ، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، مرجع سابق، 2006، ص375.

J.Teulie, P.Topsacalion, *Finance*, eduibert, Paris, 1997,p75.-2

الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السوق حيث يؤدي إلى تغيير فوري في السعر فالتوقعات متماثلة لدى المستثمرين والمعلومات متاحة للجميع وبدون تكاليف¹.

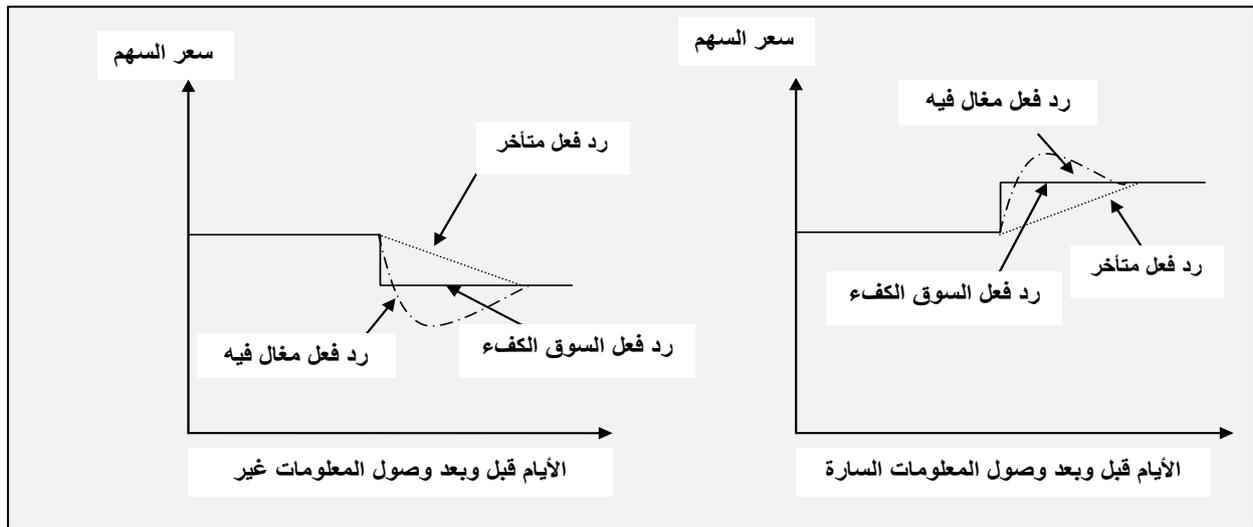
حيث أن مضمون كفاءة السوق تؤكد مفهوم كفاءة السوق الكاملة وشروطه تتمثل بالآتي²:

- إتاحة المعلومات لجميع المتعاملين في السوق ذات اللحظة ، وبدون تكلفة، الأمر الذي يجعل توقعاتهم متماثلة بشأن مستقبل الأسعار .
- عدم وجود قيود على المتعامل وحجمه ، فلا توجد تكاليف للصفقات أو أية ضرائب عليها.
- هناك عدد كبير من المتعاملين والمستثمرين الذين يتصفون بالرشد والعقلانية في التأثير على الأسعار وتعظيم المنفعة.

2 2 الكفاءة الاقتصادية (Economic efficiency):

أما في ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق فإنه يتوقع أن يمضي بعض الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق حتى تبدو آثارها على أسعار الأسهم، مما يعني أن القيمة السوقية للسهم قد تبقى أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لفترة من الوقت على الأقل، ولكن بسبب تكلفة المعلومات والضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار لن يكون الفارق بين القيمتين كبيرة إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائها أرباح غير عادية على المدى الطويل³. وهذا ما يوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم (1-2) : حركة الأسعار في ظل الكفاءة الاقتصادية والكفاءة الكاملة للسوق في حالتها المعلومات السارة وغير سارة.



3- السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، عمان، دار الفكر، الأردن، 2010، ص105.

يضمن السوق الكفاءة وفقا للمفهوم المتقدم تحقيق التخصيص الكفاء للموارد المتاحة ، حيث يتم توجيه الموارد إلى الأكثر المجالات ربحية. ولكي يحقق السوق هدف التخصيص الكفاء للموارد المالية المتاحة يتعين أن يتوافر فيه سمتين أساسيتين هما: كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل .

3-1- كفاءة التسعير (price Efficient):

يطلق على كفاءة التسعير الكفاءة الخارجية ، ويقصد بها ضمان وصول المعلومات الجديدة إلى جميع المتعاملين في السوق بسرعة وبأدنى تكلفة ، بحيث تعكس أسعار الأسهم في السوق كافة المعلومات المتاحة. ويقضي تحقيق سرعة نشر المعلومات ووصولها إلى جميع المتعاملين وجود شبكة منتظمة للاتصالات على درجة عالية من الكفاءة تساعد في تشكيل ردود أفعال المتعاملين في السوق بسرعة تجاه المعلومات الجديدة ومن ثم اتخاذ القرارات المناسبة .¹ وبذلك يصبح التعامل في السوق لعبة عادلة فالجميع لديهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح ، إلا أنه يصعب على أحدهم تحقيق أرباح غير عادلة على حساب الآخرين.²

3-2- كفاءة التشغيل (Operational efficiency):

ويطلق على كفاءة التشغيل الكفاءة الداخلية ، ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب ، دون أن يتحمل المتعاملين تكلفة عالية للسمسة ، ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين (صناع السوق) فرصة تحقيق هوامش ربح مغال فيها . وتعتمد كفاءة التسعير إلى حد كبير على كفاءة التشغيل، فلنكي تعكس الورقة المالية المعلومات الواردة ينبغي أن تكون التكاليف التي يتحملها المستثمرين لإتمام المعاملة عند حدها الأدنى ، الأمر الذي يشجعهم على بذل الجهد للحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها ، مهما كان حجم تأثير تلك المعلومات على سعر الورقة المالية.³

4 - الصيغ المختلفة لكفاءة السوق :

تتمثل الصيغ المختلفة لكفاءة السوق ثلاث فرضيات هي :

4-1- كفاءة السوق عند المستوى الضعيف (The weak form efficiency):

1- عاطف وليم اندراوس ، أسواق الأوراق المالية ، الإسكندرية، دار الفكر الجامعي ، 2008، ص155.

2- عصام حسين ، مرجع سابق، ص33.

3- عاطف وليم اندراس ، مرجع سابق، ص155-156.

وفقا لذلك الفرض فإن أسعار السوق تعكس فقط المعلومات التاريخية الخاصة بالأسهم ، كالأسعار وحجم التعاملات السابقة، وأي محاولة للتنبؤ بأسعار أي سهم من واقع سلسلة زمنية للأسعار الماضية لن تنجح ، ذلك لأن تغيرات في الأسعار تأخذ تشكلا عشوائيا يرتبط بورود معلومات جديدة ، وليس وجود معلومات تاريخية. ولأن الأسعار في المستقبل تكون مستقلة عن الأسعار التاريخية ، فإنه لا يمكن للمستثمرين أن يحققوا أي أرباح غير عادية من تحليل الحركة التاريخية للأسعار. وتكون الوسيلة الوحيدة لتحقيق أرباح غير عادية هي الوصول إلى معلومات عامة أو معلومات خاصة من داخل الشركة ، وفي ظل ذلك الفرض تكون الاختلافات بين السعر السوقي للسهم وقيمه الحقيقية واسعة.¹

4-2- كفاءة السوق عند المستوى شبه القوي (The Semi- strong form efficiency):

يقضي فرض الصيغة شبه القوي بأن أسعار الأسهم لا تعكس فقط التغيرات السابقة في سعر السهم وحجم تعاملاته ، بل عكس كذلك كافة المعلومات المتاحة للجمهور أو التوقعات التي تقوم على تلك المعلومات ومن الأمثلة على تلك المعلومات ما ينشر عن الشؤون الدولية أو الظروف الاقتصادية في الدولة ، أو ظروف الصناعة أو المنشأة ، بما في ذلك تقارير المالية وغيرها من التقارير والتحليلات التي تتاح للجمهور.²

4-3- كفاءة السوق عند المستوى القوي (The strong form efficiency):

ويعرف هذا المستوى فرضية الصيغة القوية ، وهي أن تعكس الأسعار الحالية بصفة كاملة كل المعلومات العامة والخاصة وكل ما يمكن معرفته ، وبالتالي لا يمكن لأي مجموعة من المستثمرين استخدام معلومات تسمح لها بالحصول على أرباح غير عادية بصفة نظامية حتى ولو استعان بخبرة أفضل مستشاري الاستثمار. وبدلالة نوعية المعلومات المرتبطة بالاستثمارات فإن الشكل القوي للكفاءة يتحقق عندما لا يستطيع أي مستثمر من تحقيق أرباح غير عادية نتيجة لوجود المعلومات الخاصة .

1- عاطف وليم أندراوس ، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية ، مرجع سابق، ص61.

2- منير إبراهيم هندي ، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص404.

تعتمد كفاءة السوق عند المستوى القوي على قياس مدى إمكانية حصول بعض الفئات على معلومات خاصة بحيث تكون تلك المعلومات بصفة احتكارية ، ومن الفئات التي يكون لديها معلومات احتكارية ما يلي :

- إدارة المنشأة وكبار مديري العاملين فيها والملاك الرئيسيون

- صناع السوق

- مديرو المحافظ الاستثمارية

وفي الواقع العملي لا تتحقق فرضية السوق قوية الكفاءة حيث يمكن اعتباره مجرد سوق نظري يقاس عليه الأشكال الأخرى للكفاءة.¹

المطلب الثاني : المؤشرات المالية

تعد المؤشرات المالية من أهم الأدوات التي يعتمد عليها المستثمر أو المحلل المالي لقياس أداء السوق ومعرفة الأوقات المناسبة لاتخاذ القرار الاستثماري .

1 - تعريف المؤشرات (Indexes):

تعرف المؤشرات على أنها "عبارة عن قيمة عددية يقاس بها التغيير في الأسواق المالية ، ويعبر عن المؤشر كنسبة مئوية للتغيير عند لحظة زمنية بعينها مقارنة بقيمة ما في فترة الأساس أو نقطة البدء ، ويقاس المؤشر تحركات أسعار الأسهم أو السندات أو الصناديق... الخ، ارتفاعا وانخفاضا، الأمر الذي يعكس سعر السوق واتجاهها، أما عن مؤشر الأسهم فهو بالنسبة للمستثمر معيارا لقياس مستوى سوق الأسهم ككل وأيضا لقياس الأداء سهم معين بالنسبة للسوق ككل"².

من خلال هذه التعاريف يمكننا تحديد تعريف للمؤشرات وهي عبارة عن أداة تقيس مستوى الأسعار في السوق، حيث يقوم على عينة من أسهم الشركات التي يتم تداولها في سوق المال، وغالبا ما يتم اختيار العينة بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس الحالة التي عليها سوق المال، بما يساعد على كشف الاتجاه العام للسوق.

1- السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص 108-109.

2- عصام حسين ، مرجع سابق ، ص 35.

وتعد المؤشرات أداة نافعة للتنبؤ بالحالة الاقتصادية العامة للدولة ، حيث يوجد نوعين من المؤشرات التي تقيس الأداء داخل سوق المال (البورصة) إلى مؤشرات عامة تقيس حالة السوق بصفة عامة أو أداء السوق بشكل عام، وإلى مؤشرات قطاعية تقيس حالة السوق بالنسبة لقطاع أو صناعة معينة¹.

2 - الاستخدامات الأساسية للمؤشرات :

تعد المؤشرات أداة نافعة للتنبؤ بما ستكون عليه الحالة الاقتصادية العامة، غير أن للمؤشرات استخدامات أخرى عديدة تهم المستثمرين الأفراد وغيرهم من الأطراف التي تتعامل في أسواق رأس المال، وفيما يلي عرض موجز لتلك الاستخدامات²:

2 4 إعطاء فكرة سريعة عن أداء المحفظة :

يمكن للمستثمر أن يكون فكرة سريعة عن التغيير في عائد محفظة أوراقه المالية إيجاباً أو سلباً بمجرد معرفته لاتجاه التغيير الذي طرأ على مؤشر حالة السوق ، وذلك دون الحاجة إلى متابعة أداء كل ورقة مالية على حدة .

2 2 -الحكم على أداء المديرين المحترفين :

وفقاً لفكرة التنوع الساذج يمكن للمستثمر العادي أن يحقق معدل عائد على محفظة مكونة من أوراق مالية مختارة عشوائياً يعادل تقريباً معدل عائد السوق الذي يعكسه المؤشر وهذا يعني بالتبعية أن المدير المحترف عليه تحقيق معدل عائد أعلى من متوسط عائد السوق للتحقيق من ذلك يمكن استخدام عائد أحد المؤشرات الذي يعكس عائد السوق بصفة عامة كأساس للمقارنة مع العائد الفعلي الذي حققه مدير المحفظة.

2 3 -التنبؤ بحالة السوق :

1 - محمد عبد الحميد محمد عطية، الاستثمار في البورصة، الإسكندرية، دار التعليم العالي، 2011، ص374.

2 - عصران جلال عصران ، الاستثمار غير مباشر في محافظ الأوراق المالية ، الإسكندرية ، دار التعليم الجامعي ، 2010، ص280 - 281.

يمكن للمحللين الماليين الوقوف على طبيعة العلاقة بين بعض المتغيرات الاقتصادية وبين المتغيرات التي تطرأ على المؤشرات وهو ما يشير إليه بالتحليل الأساسي فإنه قد يمكنهم التنبؤ مقدما بما ستكون عليه حالة السوق في المستقبل وهذا من شأنه اتخاذ القرار الاستثماري السليم في الوقت السليم كذلك فإن أنصار التحليل الفني يرون أن إجراء تحليل تاريخي للمؤشرات التي تقيس حالة السوق قد يكشف عن وجود نمط للتغيرات التي تطرأ عليه وإذا أمكن الوصول إلى ذلك النمط فإنه يمكن التنبؤ بالتطورات المستقبلية في السوق والتي على ضوءها تتخذ قرارات الاستثمار.

2 4 - تقدير مخاطر المحفظة :

يمكن استخدام المؤشرات لقياس المخاطر المنتظمة لمحفظة الأوراق المالية أو ما يمكن أن نطلق عليه المخاطر ذات الصبغة العامة وتقاس تلك المخاطر بمعامل الانحدار بين معدل العائد على محفظة السوق الذي يقاس بدوره بمعدل العائد المحسوب لأحد المؤشرات التي تقيس حالة السوق بصفة عامة .

3- كيفية بناء المؤشرات:

إن معرفة بناء المؤشر تساعد المحلل أو المستثمر على فهمه والقدرة على قراءته بما يساعده في اتخاذ القرار الاستثماري السليم ومن خلال ما يلي نتناول كيفية بناء المؤشرات المالية :

3-1 - ملائمة العينة :

تعرف العينة ، فيما يتعلق ببناء المؤشر، بأنها مجموعة الأوراق المالية المستخدمة في حساب ذلك المؤشر، وينبغي أن تكون ملائمة من ثلاث جوانب وهي : الحجم والاتساع والمصدر ، فيما يتعلق بالحجم ، فالقاعدة العامة في هذا الإطار تشير إلى أنه كلما زاد عدد الشركات التي تدخل أسهمها ضمن المؤشر، كان المؤشر أكثر تمثيلا وصدقا لواقع السوق .

وأما الاتساع فيعني قيام العينة المختارة بتغطية مختلف القطاعات المشاركة في السوق، والمؤشر الذي يستهدف قياس حالة السوق ككل ينبغي أن يتضمن أسهما لمنشآت في كل قطاع من القطاعات المكونة للاقتصاد القومي دون تمييز لفئة معينة من المنشآت، أما إذا كان المؤشر خاص بصناعة معينة ، حينئذ تقتصر العينة على أسهم عدد من المنشآت المكونة لتلك الصناعة، أما فيما يخص المصدر فالمقصود به مصدر

الحصول على أسعار الأسهم التي يبني عليها المؤشر ، حيث ينبغي أن يكون المصدر هو السوق الأساسي الذي تتداول فيه الأوراق المالية¹.

3-2- الأوزان النسبية لمفردات العينة:

يوجد ثلاث مداخل شائعة لتحديد الوزن النسبي للسهم داخل مجموعة الأسهم التي يقوم عليها المؤشر وهذه المداخل هي مدخل الوزن على أساس السعر (Price Weighting)، ومدخل الأوزان المتساوية (Equal Weighting)، ومدخل الوزن على أساس القيمة (Value Weighting).
فبالنسبة لمدخل الوزن على أساس السعر فإنه طالما يوجد سهم واحد لكل منشأة مختارة لبناء المؤشر فإن وزن كل سهم يتحدد آلياً على أساس نسبة سعر السهم إلى مجموع أسعار الأسهم الفردية التي يقوم عليها المؤشر ، ويؤخذ على هذا المدخل أن الوزن النسبي يقوم على سعر السهم وحده في حين إن سعر السهم قد لا يكون مؤشراً على أهمية المنشأة أو حجمها .

أما مدخل الأوزان المتساوية فإنه يعني إعطاء قيم نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر، ويعاب على هذا المدخل انه يعطي أوزان متساوية للأسهم رغم احتمال تباين حجم وأهمية المنشآت التي أصدرتها. أما بالنسبة لمدخل الأوزان حسب القيمة نجده يعطي وزناً للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية لكل منشأة ممثلة في المؤشر وبذلك يتجنب العيب الأساسي في مدخل السعر ، إذ لم يعد سعر السهم هو المحدد الوحيد للوزن النسبي ويعاب على مدخل الأوزان حسب القيمة أن التغير الذي يطرأ على القيمة المطلقة للمؤشر أو على قيمة العائد المتولد عنه يختلف باختلاف سعر السهم الذي تسبب في إحداث التغير²، إذن ينبغي أن يكون المستثمر مدركاً للأسس التي تحسب على أساسها المؤشرات حتى يمكنه مقارنة أداء محفظة أوراقه المالية بأداء السوق وهو ما يتطلب منه حساب عائد المحفظة بنفس الطريقة التي يحسب بها عائد المؤشر محل المقارنة .

3-3- بناء المؤشر العام :

1 - منير إبراهيم هندي ، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية (الأسهم والسندات)، مرجع سابق، ص ص 94.
2 - عصران جلال عصران ، تقييم أداء صناديق الاستثمار في ظل المتغيرات سوق الأوراق المالية ، القاهرة، دار التعليم الجامعي، 2013، ص ص 270-271.

توجد العديد من الأساليب لبناء مؤشرات الأسواق ولكن هناك أربعة أساليب شهيرة لبناء المؤشر¹:

- المؤشرات المبنية على أساس القيمة.

- المؤشرات المبنية على أساس السعر.

- المؤشرات المبنية على أساس السعر النسبي.

- المؤشرات المبنية على أساس الأوزان المتساوية.

ولكل نوع من هذه الأنواع مزايا وعيوب ، ولكن فوائد المؤشرات عموما تتمثل في إعطاء تصور شامل لأداء السوق وتحويل هذا التصور إلى أسلوب كمي يعكس اتجاه السوق سواء كان هذا الاتجاه صعودا أو هبوطا، ومن ضمن الفوائد المهمة للمؤشرات قياس قوة التدفقات النقدية في أسواق المال ومعرفة أثرها على السوق سلبا أو إيجابا.

وحتى يفرق المستثمر بين اختلاف حساسية المؤشر لأداء السوق تبعا لاختلاف بناء المؤشر، ففي مؤشر القيمة يرتفع المؤشر تبعا لقوة الشركة متجاهلا بذلك الشركات الصغيرة والشركات ذات الوزن الخفيف من حيث كمية الأسهم المصدرة، وبالتالي أي ارتفاع في الشركات ذات الوزن الثقيل يصاحبه ارتفاع أكبر في المؤشر المبني على أساس القيمة ، يختلف الوضع تماما في المؤشرات المبنية على أساس سعر السهم والتي تحسب عن طريق جمع أسعار الأسهم ثم قسمة هذا المجموع على عدد الشركات حيث يرتفع المؤشر تبعا لارتفاع سهم أي شركة بغض النظر عن عدد أسهمها المصدرة أو قوتها المالية ، وبهذا يتحيز المؤشر الذي يحسب على أساس السعر للأسهم ذات الأسهم المرتفعة.

وللخروج من عيوب المؤشرات المبنية على القيمة أو الأسعار ابتكر الخبراء طريقة حساب المؤشر على أساس الأسعار النسبية وحساب المؤشر على أساس الأوزان المتساوية ، وبهذا فإنه يصب اتخاذ قرارات البيع والشراء بالاعتماد على المؤشرات العامة للسوق فقط إلا إذا طبق المؤشر في قطاع معين، مثلا مؤشر قطاع الصناعة أو مؤشر قطاع الخدمات وهكذا ، ثم قدم خبراء السوق ما يعرف بالمقاييس الفنية للأسهم والتي نجحت بدرجة كبيرة في إعطاء صورة مستقبلية عما سيؤول إليه حال السهم، وهذه المقاييس تتنوع

1 - عصام حسين ، مرجع سابق ، ص 44 - 46.

بتنوع الغرض من استخدامها سواء كان الاستخدام قصير الأجل وسريع (مضاربة) أو متوسط أو طويل الأجل (استثمار)، وحساب مؤشر القوة النسبية للسهم واحد من هذه المقاييس الذي أخذت شهرة واسعة ربما لسهولة استخدامه ودقة نتائجه.

المطلب الثالث : أهم المؤشرات العالمية والعربية

تختلف مؤشرات الأسواق المالية من دولة إلى أخرى ويرجع السبب في ذلك لاختلاف الأوراق المالية المتداولة في السوق من جهة وإلى الأوراق المالية التي تدخل في حساب المؤشر العام من جهة أخرى ، كذلك تختلف المؤشرات حسب أساليب بنائها ولهذا سوف نتعرض إلى بعض المؤشرات العالمية والعربية.

1 - المؤشرات العالمية (Global Indexes):

هناك العديد من المؤشرات العالمية أهمها:

1-1- مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة (The Dow Jones Industrial Average):

يعد مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة من أقدم المؤشرات وأكثرها شيوعاً ، إذ نشر لأول مرة في صحيفة وول ستريت في 3 جويلية 1884، وذلك باسم الشخص الذي صممه وهو تشارلز داو، الذي أصبح فيما بعد محرراً لتلك الصحيفة. وقد قام المؤشر في البداية على عينة مكونة من تسعة أسهم لتسع شركات صناعية، ارتفع حجمها إلى 12 سهم في 26 ماي 1898، ثم إلى 20 سهم في عام 1916. وفي عام 1928 ارتفع حجم العينة ليصل إلى 30 سهم. ومنذ ذلك التاريخ لم يتغير عدد الأسهم المكونة للمؤشر، ويحسب المؤشر على أساس الوزن النسبي لأسعار الأسهم داخل العينة.

ومن الانتقادات الموضوعية لمؤشر داو جونز حول حجم العينة ومدى تمثيلها، وطريقة حساب قيمة المؤشر ، وكيفية تعديل المؤشر لاستيعاب حالات حدوث تجزئة في أحد الأسهم التي تتكون منها العينة¹.

1-2- مؤشر الفاينانشيال تايمز (Financial Times Stock Exchange):

وهو مؤشر يقيس التغير في متوسطات قيمة 30 شركة كبرى قوية من الشركات التي تقود السوق في النشاط الصناعي والتجاري والمشكلة في بورصة لندن ، ومنذ عام 1984 هناك مؤشر FT-SE 100

1 - منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية (الأسهم والسندات)، مرجع سابق، ص ص 102 - 106 .

الفصل الأول: الجوانب النظرية والفنية لسوق الأوراق المالية

وهو مؤشر يحتوي على أسهم 100 شركة انجليزية كبرى ليعطي صورة واضحة دقيقة عن قيمة التحركات في سوق المال ، ويستخدم هذا المؤشر في أسواق الخيار ، والأسواق المستقبلية¹.

1 3 مؤشر ستاندر آندبور 500 (S & P 500 index):

تتكون العينة التي يقوم عليها مؤشر ستاندر آندر بور 500 من 500 سهم تمثل 400 منشأة صناعية، 40 منشأة منافع عامة ، 20 منشأة للنقل ، 40 منشأة تعمل في المجال المالي . وكلها منشآت كبيرة الحجم تتداول أسهمها إما في إحدى البورصات الكبرى أو في سوق ناسداك . وقد تفرع عن هذا المؤشر أربعة مؤشرات هي : مؤشر الصناعة (400 سهم) ، ومؤشر منشآت المنافع العامة (40 سهم) ، ومؤشر النقل (20 سهم) ، ومؤشرات المنشآت المالية (40 سهم) . ويعد هذا المؤشر من بين المؤشرات التي تقوم على مدخل القيمة ، ويتم حسابه بالمعادلة التالية:

وكما يبدو فإنه على عكس مؤشر داو جونز، لا يعتبر مؤشر ستاندر آندر بور 50 متوسطا بل رقما قياسيا، طالما المقسوم عليه هو رأس المال السوقي يوم إنشاء المؤشر. أما فترة الأساس فيه فهي الفترة 1941 - 1943 ، ومن المفترض أن تكون قيمة المؤشر يوم إنشائه تساوي الواحد الصحيح. غير أن مؤسسة ستاندر آندر بور قد ارتأت أن يبدأ المؤشر بقيمة أكبر ، ومن ثم فقد أعطى قيمة جزافية مقدارها 10 . بمعنى أنه عندما تحسب قيمة المؤشر يتم ضرب القيمة في 10 ، وعلى عكس مؤشر داو جونز ، لا يتأثر مؤشر ستاندر آندر بور بالتجزئة أو بإصدار أسهم في مقابل توزيعات ، ذلك أنه يعدل ذاته آليا . ففي حالة التجزئة مثلا يعوض انخفاض السعر زيادة في عدد الأسهم بنفس النسبة ، وهو ما يعني عدم حدوث أي تغير في القيمة السوقية لحقوق الملكية، ونفس الشيء ينطبق على حالة إصدار أسهم مقابل توزيعات².

1 4 مؤشر كولس (kolse index):

في عام 1949 قدم " ألفريد كولس " مؤشر كولس والذي استخدم فيه بيانات من عام 1871 لكل الأسهم المسجلة في بورصة نيويورك وكان أول مؤشر يقوم على أساس إعطاء وزن لكل سهم بناء على

1 - عصران جلال عصران ، الاستثمار غير المباشر في محافظ الأوراق المالية ، مرجع سابق، ص 285.

2 - منير إبراهيم هندي ، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية (الأسهم والسندات)، مرجع سابق، ص 107 - 108 .

معدل الرسملة الخاص بالسهم أو القيمة السوقية له، ويعتبر الأسلوب الذي استخدمه كولس أفضل وسيلة لتحديد اتجاه السوق بشكل إجمالي¹.

1 5 - مؤشر نيكاي (Niekkei index): وهو من المؤشرات الرئيسية بسوق طوكيو ويحتوي على أوراق مالية ل

225 شركة تمثل 70 % من الشركات الكبرى في طوكيو ويستخدم هذا المؤشر لقياس مدى التغير المحقق في حجم الأوراق المالية ويستخدم كأساس للمتاجرة في أسواق الخيار والأسواق المستقبلية².

2 - المؤشرات العربية :

هناك العديد من المؤشرات العربية نذكر من أهمها :

2 4 - مؤشر بورصة عمان:

يقوم سوق عمان المالي باحتساب عدة أرقام قياسية وأهمها الرقم القياسي العام المرجح بالقيمة السوقية للأسهم الحرة، يضم 100 شركة من الشركات المدرجة في البورصة من جميع القطاعات، ويتم إعطاء وزن للشركات الداخلة في تكوينه على أن لا يزيد وزن أي شركة 10% من إجمالي القيمة السوقية لشركات العينة. وما يميزه أنه يعطي تمثيل أفضل لتحركات أسعار الأسهم في السوق، ويستند احتساب هذا الرقم على الترجيح بالقيمة السوقية للأسهم الحرة المتاحة للتداول في الشركات، وليس بعدد الأسهم الكلي المدرج لكل شركة. تم اختيار الرقم 1000 نقطة ، كقيمة أساس له في نهاية سنة 1999.³

2 2 - مؤشر بورصة دبي:

يطلق على المؤشر العام لسوق دبي DFNGE ولغرض حسابه يتم مراعاة ما يلي :

يتم قياس وزن الشركة في المؤشر بعدد الأسهم الحرة المتاحة للتداول فقط وذلك من خلال استبعاد أسهم المؤسسين وكبار المساهمين وأسهم الحكومة، ومجموع الأملاك التي تبلغ 5% أو أكثر في رأس مال الشركة . ويعتمد المؤشر الجديد للسوق في احتساب القيمة السوقية على أساس آخر سعر تداول للورقة المالي، الأمر الذي سوف يضمن أن يعبر المؤشر عن آخر اتجاه حركة الأسعار في السوق، وتم وضع حد أقصى لوزن

1 - جلال إبراهيم العبد، تحليل وتقييم الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 217.

2 - عصران جلال عصران ، الاستثمار غير المباشر في محافظ الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 286.

3 - تم التصفح يوم 2014/02/12 (www.ase.com.jo/ar) - 3

الشركة الواحدة في المؤشر بحيث لا يتجاوز 25% وهو ما سوف يعمل على الحد من تأثير حركة الأسعار لشركة ذات القيمة السوقية المرتفعة على حركة المؤشر¹.

2 3 مؤشر بورصة السعودية :

يطلق على المؤشر العام لبورصة السعودية TASI، حيث يقوم المؤشر في السوق السعودية مستوى الأسعار العام للشركات مقوماً بالقيمة السوقية للأسهم الحرة لكل الشركات المدرجة في السوق، حيث يستبعد في حساب المؤشر أي سهم غير متاح للتداول، وعليه تستبعد الأسهم المملوكة من الحكومة ومؤسساتها، الشريك الأجنبي إذا كان محذورا عليه البيع دون موافقة جهة إشرافية، الشريك المؤسس خلال فترة الحظر، من يملك 10% أو أكثر من أسهم شركة مدرجة بالسوق المالية السعودية .

بدأ المركز الوطني للمعلومات المالية والاقتصادية، بإعداد مؤشر الأسهم المحلية منذ بدء إصدار نشرات الأسهم من قبل مؤسسة النقد وذلك ابتداءً من 28 فيفري 1985، وهذا التاريخ مهم إذ أنه تاريخ الأساس لحساب المؤشر، حيث عدت قيمته في ذلك الوقت 100 نقطة فقط، وقد تم تعديل هذه القيمة المرجحة في جانفي 1999 لتصبح 1000 نقطة في سنة الأساس (1985)².

1 - www.dfm.ae (تم التصفح يوم 2014/02/12)

2 - http://www.tadawul.com.sa (تم التصفح يوم 2014/02/12)

خلاصة الفصل الأول :

لقد تم التعرض في هذا الفصل إلى تحديد المفاهيم الأساسية حول سوق الأوراق المالية وذلك من خلال تحديد موقعه من سوق المالي وتحديد مفهومه وخصائصه والوظائف التي يقوم بها، بالإضافة إلى التعرض إلى التنظيمات والقوانين التي تسيره ، وإلى آليات التعامل في السوق، حيث وجدنا أن سوق الأوراق المالية تتمتع بتنوع في الأدوات المالية المتداولة ، وتنقسم هذه الأدوات إلى أدوات ملكية كألسهم وأدوات مديونية كالسندات وكذلك المشتقات المالية، وهذا التنوع يجعل من هذه السوق قادرة على تأدية وظيفتها. من أجل التعرف واختيار المشروع الاستثماري الناجح نجد أن المستثمرين والمحللين يلجؤون إلى الاعتماد في سوق الأوراق المالية على التحليل الاستثماري بأنه أحد المهمات الرئيسية التي يباشر بها استثماراتهم، وان تحليل الاستثمار يمثل الدعامة الرئيسية لاختيار أي نشاط استثماري ، حيث إنه لا بد من تحليل الظروف المحيطة بالاستثمار ودراستها ، وينقسم التحليل الاستثماري إلى نوعين هما التحليل الأساسي والتحليل الفني، فالأول يعتمد يقوم على تحليل البيانات والمعلومات ، بهدف التنبؤ بالأداء المستقبلي ، والذي ينعكس في الربحية المستقبلية للمنشأة ، وحجم المخاطر التي تتعرض لها تلك الربحية ، باعتبارهما (الربحية والمخاطر) المحددان الرئيسيان للقيمة السوقية للسهم. أما بالنسبة للتحليل الفني فهو يعتمد على استخدام البيانات التي تتولد من سوق معين لتحليل كل من سوق الأسهم الكلي، والأسهم الفردية، وأحيانا يسمى بتحليل السوق أو التحليل الداخلي ، لأنه يستخدم بيانات السوق نفسه لتقييم الطلب والعرض لأسهم معينة، أو للسوق بأكمله، وهكذا يعتقد المحللون الفنيون بأنه للقيام بالتنبؤات الخاصة بالسوق، فإن هذا السوق نفسه هو أفضل مورد للبيانات. وقمنا في الأخير بالتعرض لأهم المؤشرات في الأسواق العالمية والعربية .

الفصل الثاني

الاستثمار الأجنبي غير المباشر

تمهيد:

يلعب الاستثمار الأجنبي دورا بارزا في العلاقات الاقتصادية الدولية ، لما له من تأثير فعالا على اقتصاديات الدولية، لما له من تأثير فعالا على الاقتصاديات المضيفة والمرسلة وكذلك السوق الدولية ، حيث تلعب الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة دورا حيويا في عمليات التنمية وجهودها واستدامتها في البلاد المختلفة .

يتخذ الاستثمار الأجنبي غير المباشر أشكالا وخصائص تميزه على غيره من الاستثمارات، وكما يشترط القيام به توافر عدة شروط وقنوات اللازمة لذلك، وبما أنه يتم على المستوى الدولي فإنه يظهر مخاطر إضافية عن الاستثمار المحلي في سوق الأوراق المالية . ولتوضيح كل هذه المفاهيم تطرقنا في هذا الفصل إلى ما يلي :

المبحث الأول : أساسيات الاستثمار الأجنبي

المبحث الثاني : التقنيات المتعلقة بالاستثمار الأجنبي غير المباشر

المبحث الثالث : المحفظة الاستثمارية

المبحث الرابع : الاستثمار الأجنبي غير المباشر (محدداته ودوافعه، واتجاهاته الحديثة)

المبحث الأول : أساسيات الاستثمار الأجنبي غير المباشر

إن للاستثمارات الأجنبية غير المباشر أهمية كبيرة للاقتصاديات الدولية وذلك لما يتوقع منها من مردود ايجابي على عمليات التنمية وتحقيق المكاسب الاقتصادية، وهو بذلك لها تأثير كبير على العلاقات الاقتصادية والسوق الدولية، لذلك سوف نتناول في هذا المبحث تحديد المفاهيم العامة حول الاستثمار، ثم نتعرف على الاستثمار الأجنبي وفي الأخير نتعرض إلى تحديد الاستثمار الأجنبي غير المباشر .

المطلب الأول : مفاهيم عامة حول الاستثمار

سيتم التطرق في هذا المطلب إلى تحديد مفاهيم عامة حول الاستثمار وذلك من خلال التطرق إلى النقاط إلى تحديد مفهوم الاستثمار بالإضافة إلى تحديد أهداف الاستثمار وكذلك مجالاته.

1- مفهوم الاستثمار (Investment):

أ - لغة : مصدر استثمر يستثمر وهو للطلب بمعنى طلب الاستثمار، وأصله من الثمر ، وهو حمل الشجر، وأنواع المال والولد : ثمرة القلب، وأثمر الشجر : خرج ثمره، ابن سيده: وثمر الشجر وأثمر : صار فيه الثمر، وقيل: الثامر الذي بلغ أوان أن يثمر ، والمثمر : الذي فيه ثمر ، وقيل : ثمر مثمر لم ينضج ، وثامر قد نضج¹.

ب - اصطلاحاً : يعرف الاستثمار على أنه " التخلي عن أموال يمتلكها الفرد في لحظة معينة ولفترة

معينة من الزمن قد تطول أو تقصر وربطها بأصل أو أكثر من الأصول التي يحتفظ بها لتلك الفترة الزمنية بقصد الحصول على تدفقات مالية مستقبلية ، تعوضه عن القيمة الحالية لتلك الأموال التي تخلي عنها، وعلى النقص المتوقع في قوة تلك الأموال الشرائية بفعل التضخم ، والمخاطرة الناشئة عن احتمال عدم حصول التدفقات المالية المرغوب فيها²

ويعرف أيضا على أنه "امتلاك أصل حقيقي أو أصل مالي على أمل تحقيق عائد مرضي مستقبلا من خلال المفاضلة بين تحقيق أقصى عائد وتخفيض أقل مستويات المخاطر"³، ويعرف أيضا على أنه

1- ابن منظور، لسان العرب، ط4، ج3، بيروت، دار صادر، 2003، ص38

2 - زياد رمضان ، مبادئ الاستثمار (المالي والحقيقي)، ط4، عمان، دار وائل للنشر ، 2007، ص13.

3 - محمد إبراهيم عبد الرحيم ، اقتصاديات الاستثمار والتمويل والتحليل المالي ، الإسكندرية ، مؤسسة شباب الجامعة ، 2008، ص53 .

"توظيف المال بهدف تحقيق العائد، أو الدخل أو الربح والمال عموماً، قد يكون الاستثمار على شكل مادي ملموس أو على شكل غير عادي".¹

كما يعرف أيضاً على بأنه " كل تضحية بالموارد حالياً بهدف الحصول منها في المستقبل على مداخيل خلال فترة زمنية ممتدة يكون مبلغها الإجمالي أكبر من الإنفاق الأولي".²

ومن خلال التعريفات السابقة يمكننا استخلاص أن هناك نوعين من الاستثمار وهما استثمار حقيقي واستثمار مالي فالأول يعني الإنفاق على الأصول الإنتاجية أو السلع الاستثمارية ويترتب عليه إنتاج إضافي وزيادة في الأصل ، أما الثاني (استثمار المالي) فهو تداول للأدوات الائتمانية ، والذي لا يترتب على الاستثمار فيها إضافة جديدة عينية إلى إجمالي الاستثمار العيني، إلا أنه يسهم في تمويل الأنشطة الاستثمارية العينية المختلفة.

ومما تجدر الإشارة إلى أنه ضرورة التمييز بين الاستثمار والمضاربة في جانب كونهما مفهومان متداخلان ، فإنه لا يمكن القول بأنهما مترادفان لأن الفروق بينهما ولكنها دقيقة لدرجة يصعب تمييزها في معظم الأحيان ومن هنا استخدم الباحثون مصطلحاً ثالثاً هو المقامرة ، مما يتطلب أن نفرق بين هذه المفاهيم كما يأتي :

- تعرف المضاربة بأنها : " هي حالة توظيف للأموال في ظروف خاصة ، تعتمد على توقعات المضارب بشأن الأسعار في المستقبل القريب، الذي لا يتعدى الأشهر والأسابيع وحتى ساعات التداول ، لتحقيق عوائد في صورة أرباح رأسمالية (فروق أسعار البيع والشراء). وقد تقابل هذه الأرباح مخاطر رأسمالية كبيرة إذا ما اختلفت التوقعات".³

- أما المقامرة تعرف بأنها : "مراهنة على دخل غير مؤكد، فعندما تتوفر لدى المستثمر رغبة كبيرة جداً في تحمل درجة عالية من دم التأكد من النتائج (أي مخاطرة كبيرة) سعياً وراء الربح فإنه يتحول عندئذ إلى

1 - طاهر حيدر حردان ، مرجع سابق ، ص 13.

2- *Jaques Margerin et Gérard Auset, Choix des investissements, 1^e édition, sedifor, St-P35, 1979, Laurent-du var, France*

3 - أرشد فؤاد التميمي ، أسامة عزمي سلام، مرجع سابق، ص 18.

مقارنة¹، وبالتالي يمكننا تلخيص أهم الفروق الموجودة بين المضاربة والاستثمار والمقارنة في الجدول التالي :

الجدول رقم (2-1): يوضح الفرق بين المضاربة والاستثمار والمقارنة

البيانات	الاستثمار	المضارب	المقامر
المدة الزمنية	طويلة	قصيرة	أقصر أجل
القرار الاستثماري	على العائد	على المدة والمبلغ	على المدة والمبلغ
الاستعداد لتحمل الخطر	منخفض	مرتفع	مرتفع جدا
نوع الربح	نفقات مستمرة وطويلة	ربح سريع وكبير	ربح سريع وكبير جدا
دراسة المشروع	تحقيق نمو رأس المال	تتم الدراسة	لا تتم الدراسة
الأثر	تحقيق نمو في رأس المال	تؤدي إلى تآكل رأس المال إذ لم تتحقق التوقعات	

المصدر : بن الضيف محمد عدنان ، مقومات الاستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية، دار النفائس، عمان الأردن، 2013، ص.24

2- مبادئ الاستثمار (Investment principles):

كما بينا سابقا بأن الاستثمار هو توظيف للأموال في أصول متنوعة بهدف الحصول على دخل للمستثمر ، وعلى المستثمر أن يراعي في ذلك مجموعة من المبادئ والأسس قبل اتخاذ لقرار الاستثمار، ومن أهم مبادئ الاستثمار ما يلي²:

- معرفة البدائل المتاحة من حيث تكاليفها وعوائدها المتوقعة ومخاطرها ، ويعني ذلك أن على المستثمر أن يجري مسحا كاملا عن فرص الاستثمار المتاحة له .

1 - زياد رمضان ، مرجع سابق ، ص 14.

2 - قاسم نايف علوان ، مرجع سابق ، ص 34..

- تحديد الفترة الزمنية للاستثمار ، أي هل يريد المستثمر استثمار أمواله استثمارا قصير الأجل أم طويل الأجل ، اعتمادا على نوع الدخل الذي يرغب في تحقيقه خلال الفترة الزمنية .
- تحديد درجة المخاطرة التي يرغب المستثمر في تحملها ، أي استعداده لتحمل الخسائر التي قد يتعرض لها جزء من استثماراته في المستقبل .
- ضرورة تنويع الاستثمارات ، أي توزيع المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها الاستثمارات ، من خلال ما توزيع الاستثمارات بهدف تحقيق هدف استثمار محدد.
- ضرورة الاستعانة بالكفاءات المالية التي لديها الخبرة والدراية الكافية في هذا المجال ، والتي من شأنها أن تمكن المستثمر في اتخاذ القرار الاستثماري السليم .

3- أهداف الاستثمار:

- يمكن أن نقسم الأهداف التي يسعى المستثمرون إلى تحقيقها أو الغاية المرجوة من الاستثمار إلى ¹:
أهداف على المستوى الجزئي ، وأهداف على المستوى الكلي .

3 1 أهداف على مستوى الاقتصاد الجزئي :

- يسعى الأفراد والمؤسسات من أجل الحصول على العائد المتوقع (الربح) فضلا عن تنمية الثروة الخاصة بهم لتأمين إشباع الحاجات المتوقعة وتوفير السيولة لمواجهة تلك الحاجات ، أي أن المستثمر يسعى لتحقيق الدخل المستقبلي والحفاظة على قيمة الثروة بمرور الزمن من جراء ارتفاع الأسعار أو تقلباتها.

3 2 -أهداف على مستوى الاقتصاد الكلي:

- يحقق الاستثمار فائضا اقتصاديا يساعد في معالجة الإختلالات التي تطرأ قي ميزان المدفوعات وزيادة إيرادات الموازنة العامة للدولة والتي تؤدي إلى زيادة الدخل القومي للبلد وبالمحصلة النهائية يؤدي

1 - فاضل محمد العبيدي ، البيئة الاستثمارية ، عمان ، مكتبة المجتمع العربي ، 2012، ص ص 16-17.

الاستثمار إلى زيادة معدلات التنمية الاقتصادية وتحقيق الرفاهية الاقتصادية والاجتماعية لعموم الأفراد كما ذكر آدم سميث " الصناعي يسهر على تحسين إنتاجه ليضمن أكبر رواج وأفضل قيمة في السوق وهو بعمله لا يفكر إلا بمنفعته الشخصية وربحه الخاص ، لكنه في الوقت ذاته يكون قد أدى خدمة للمجتمع وقام بعمل يحقق المنفعة العامة " .

4 - مجالات الاستثمار:

- هناك معياران لتبويب مجالات الاستثمار وهما:

- المعيار النوعي

- المعيار الجغرافي.

4 1 حسب المعيار النوعي

طبقا لهذا المعيار يتم تبويب الاستثمار من زاوية نوع الأصل محل الاستثمار إلى : استثمارات حقيقية واستثمارات مالية :

4 1 4 -الاستثمارات الحقيقية (الاقتصادية)(real investment):

- يعتبر الاستثمار حقيقيا أو اقتصاديا عندما يكون للمستثمر الحق في حيازة أصل حقيقي كالعقار ، السلع،الذهب.....الخ.

- ويقصد بالأصل الحقيقي كل أصل له قيمة اقتصادية في حد ذاته ،ويترب على استخدامه منفعة اقتصادية إضافية، تظهر على شكل ساعة مادية أو على شكل خدمة.

• مزايا وعيوب الاستثمار الحقيقي:

- 1 : إن أهم ميزة للاستثمار الحقيقي هو عنصر الأمان أما مشاكله فتتلخص في:
 - عدم التجانس وما ينتج عنه من صعوبة التقييم مما يزيد في درجة المخاطرة .
 - انخفاض السيولة الناتجة عن عدم وجود أسواق ثانوية لتداول هذه الأصول .
 - نفقات النقل والتخزين والصيانة.

4 1 2 - الاستثمارات المالي (غير حقيقي) (financial investments):

- ويشمل الاستثمار في سوق المال ، حيث يترتب على عملية الاستثمار فيها حيازة المستثمر لأصل مالي (غير حقيقي) يتخذ شكل سهم ، أو سند ، أو شهادة الإيداع... الخ.
- ويقصد بالأصل المالي الحق المالي لحائزه ، ويكون عادة مرفقا بمسند قانوني ، كما يترتب لحامله الحق في الحصول على عائد ، قد يكون ثابتا أو متغيرا ، ناتج عن الأصول الحقيقية للشركة المصدرة للورقة المالية.

● مزايا وعيوب الاستثمار المالي:

تتمثل مزايا الاستثمارات المالية فيما يلي²:

- التجانس بين وحدات الأصول المالية مما يؤدي إلى وجود أسواق منظمة غاية التنظيم للتعامل بالأصول المالية ، واقتراب خصائص هذه الأسواق من خصائص سوق المنافسة الكاملة وابتعادها عن خصائص الأسواق الاحتكارية .
 - انخفاض تكاليف المتاجرة بالأوراق المالية مقارنة بالأدوات الاستثمارية الأخرى.
 - وجود وسطاء ماليين متخصصين يقدمون خدماتهم للمستثمرين العاديين ، مما يجعل المستثمرين قادرين على الحصول على خدمات استثمارية جيدة ، دون أن يكونوا خبراء في الموضوع.
- #### ● عيوب الاستثمار المالي:

1 - زياد رمضان ، مرجع سابق، ص 39.

2 - السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق ، ص 28.

ومن أهم عيوب الاستثمارات المالية هو عدم التأكد والمخاطرة . وبما أن المزايا تتفوق على العيوب ، فقد أصبحت الأسواق المالية أكثر مجالات الاستثمار استقطاباً لأموال المستثمرين أفراداً أو مؤسسات .

4 2 المعيار الجغرافي :

يتم تبويب الاستثمارات بناء على هذا المعيار إلى استثمارات محلية واستثمارات خارجية¹ :

4 2 1 - الاستثمارات المحلية (local investments):

يقصد بالاستثمارات المحلية جميع الفرص المتاحة للاستثمار في السوق المحلية بغض النظر عن أداء الاستثمار المستعملة مثل العقارات والأوراق المالية والذهب والمشروعات التجارية... الخ.

4 2 2 - الاستثمارات الخارجية (Foreign investments):

هي جميع الفرص المتاحة للاستثمارات في الأسواق الأجنبية مهما كانت أدوات الاستثمار المستعملة ، تتم هذه الاستثمارات بشكل مباشر أو بشكل غير مباشر.

أ - الاستثمارات الخارجية المباشرة : وهو أن يكون المستثمر أجنبياً متحكماً في الشركة ، أو يملك عقاراً قصد المتاجرة به في هذه الدولة الأجنبية عنه ، وهنا يمكن القول أنه استثمار أجنبي مباشر.

ب - الاستثمارات الخارجية غير المباشرة : نجده في شكل قروض أو اكتتاب عن طريق السندات

ذات الفوائد الثابتة أو الأسهم ، دون التحكم في المشاريع الاستثمارية مع الإشارة إلى أن

صاحب القرض أو مالك السندات يكون في دولة غير الدولة التي يتواجد فيها المقرض².

● مزايا وعيوب الاستثمارات الخارجية:

تتمثل مزايا وعيوب الاستثمارات الخارجية فيما يلي³ :

✓ مزايا الاستثمارات الخارجية:

1 - زياد رمضان ، مرجع سابق، ص36.

2 - بن الضيف محمد عدنان ، مرجع سابق، ص30.

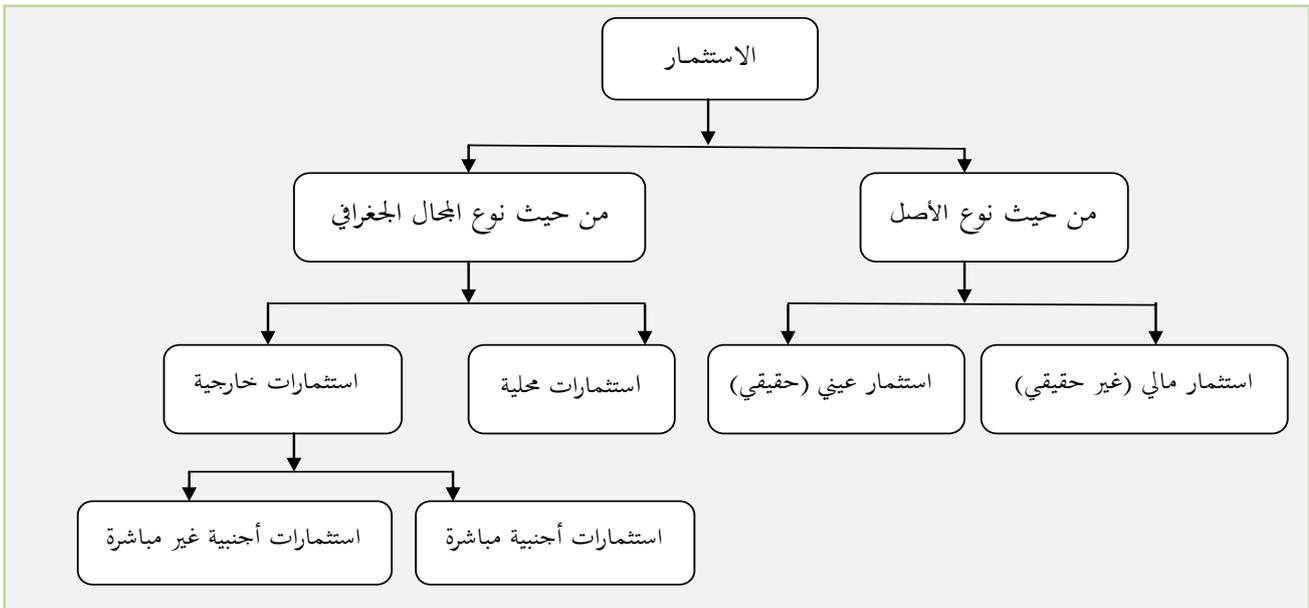
3 - السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق ، ص 26.

الفصل الثاني: الاستثمار الاجنبي غير المباشر

- توفر للمستثمر مرونة كبيرة في اختيار أدوات الاستثمار.
 - تهيئ له مبدأ توزيع المخاطر بشكل أفضل
 - تتميز بوجود أسواق متنوعة ومتطورة.
 - تتوفر قنوات اتصال فعالة ونشطة .
 - تتوفر بها الخبرات المتخصصة من المحللين والوسطاء الماليين .
- ✓ أهم عيوبها :

- ارتفاع درجة المخاطرة وخصوصا المخاطر السياسية
- احتمال تعرض المستثمر لازدواجية الضرائب .
- احتمال التعرض لمخاطر تغير القوة الشرائية لوحدة النقد والتي تنشأ عن تقلب أسعار الصرف العملة الأجنبية في حالة الاستثمار الأجنبي .
- وأخيرا يمكن تبويب الاستثمار وفق الشكل التالي:

الشكل رقم (2-1) : يوضح تبويات الاستثمار



المطلب الثاني : الاستثمار الأجنبي مفهومه وأهميته

تطرقنا في هذا المطلب إلى أهم التعريفات التي عرف بها الاستثمار الأجنبي وكذلك إلى أهميته .

1 - تعريف الاستثمار الأجنبي (Foreign investment):

يعرف الاستثمار الأجنبي بأنه " يعتبر استثمار ما استثماراً أجنبياً متى كان المستثمر شخصاً طبيعياً أو معنوياً لا يتمتع بجنسية البلد المضيف للاستثمار. و إذا كان من السهل تحديد جنسية المستثمر إذا كان شخصاً طبيعياً، فإنه من الصعب تحديدها إذا كان المستثمر شخصاً معنوياً كشركات المساهمة، وذلك غالباً ما تتعدد جنسيات المساهمين في هذه الشركات. و يميل الاجتهاد القضائي إلى الأخذ و الاعتداد بجنسية الشركة على حساب جنسيات المساهمين ، و عليه فالمستثمر الأجنبي هو الذي لا يحمل جنسية الدولة التي يعمل على الاستثمار فيها"¹.

وبالتالي فالاستثمار الأجنبي هو عبارة عن تدفق رؤوس الأموال من دولة إلى أخرى مهما كان شكلها لغرض الاستثمار فيها بإقامة شركات جديدة أو بالمساهمة في رؤوس أموال شركات قائمة أو بتطويرها لإنتاج سلع أو خدمات، سواء صاحب هذا التدفق جهداً بشرياً أم لم يصاحبه، وذلك من أجل تحقيق عائد يفوق ما يتوقعه المستثمر أن يحققه في دولته الأم.

2 - أهمية الاستثمار الأجنبي :

إن رأس المال هو عامل جوهري من عوامل التنمية الاقتصادية ، ولذا يعد رأس المال الأجنبي عامل مهم في تطور التنمية الاقتصادية وتحقيق الأهداف المرجوة منه، حيث له أهمية خاصة في عملية التنمية الاقتصادية وخاصة في الدول النامية لأسباب عديدة منها نقص رأس المال وقلة الخبرة الفنية والعلمية. لذا يمكننا أن نحدد أهمية الاستثمار الأجنبي بالآتي²:

- توفيره احتياطياً من العملات الأجنبية اللازمة لعملية التنمية الاقتصادية، حيث يمكن للاستثمار الأجنبي أن يوفر هذه العملات من خلال ما يجلبه من رأسمال نقدي وعيني للدولة المستثمر فيها هذا

1 - عبد الكريم بعداش ، الاستثمار الأجنبي المباشر آثاره على الاقتصاد الجزائري ، رسالة دكتوراة (غير منشورة) ، الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2007، ص 48.

2 - ظافر طاهر حسان ، دور الاستثمار الأجنبي في تفعيل السياسة الخارجية العراقية ، مجلة دراسات دولية ، العدد الرابع والأربعون ، جامعة بغداد، 2013، ص ص 131-132.

المال، الأمر الذي يؤدي إلى تأثير إيجابي على اقتصاد وتجارة تلك الدول من خلال عملية تنشيط التبادل التجاري وزيادة صادراتها ومن ثم زيادة نصيب الدولة من العملات الأجنبية.

- تقليل نسب البطالة في الدولة المستثمر فيها، حيث إن نسب البطالة في الدولة النامية والتي لا تستطيع إن تحقق نمو اقتصادي للأسباب التي ذكرت، مرتفعة جداً، لذا فإن الاستثمار الأجنبي يحقق هدف من الأهداف المهمة في التنمية الاقتصادية من خلال إقامة مشاريع جديدة أو إعادة تأهيل مشاريع قديمة الأمر الذي يؤدي إلى زيادة القوة الشرائية للمجتمع.

- رفع مستوى العمالة الوطنية من خلال الخبرة المكتسبة وزيادة دخلها ومهارتها الفنية، ومن الطبيعي أن أي استثمار في مشاريع معينة سوف يؤدي إلى زيادة في رفع مستوى القوى العاملة في الدولة المستثمر فيها الأموال ومن ثم تؤدي إلى زيادة خبرتها العملية ومهارتها الفنية من خلال تراكم تلك الخبرات عبر سنوات طويلة، ومن ثم سوف يؤدي إلى زيادة دخل هذه القوى، لتحل مشكلة كبيرة تعاني منها منها الدول النامية وهي مشكلة الفقر أو التقليل منها بشكل ملحوظ.

- إنها أداة لنقل التكنولوجيا الحديثة إلى الدولة المستثمر فيها: حيث إن الاستثمار الأجنبي يعمل على نقل تكنولوجيا جديدة لغرض تشغيل المشاريع التي يريد أن يستثمر فيها لأسباب كثيرة وأهمها تقليل كلف الإنتاج وتحقيق نسب عالية من الأرباح، وبصورة غير مباشرة تستفيد الدولة من هذه التكنولوجيا لغرض العمل على تطوير مشاريعها الوطنية.

- خلق فرص التنافس فيما بين المشاريع داخل الدولة المستثمر فيها: حيث يؤدي الاستثمار الجاني إلى خلق فرص التنافس فيما بين المشاريع المقامة والمشاريع الوطنية، من خلال العمل على تطوير المشاريع الوطنية من قبل الدولة لغرض الدخول في المنافسة مع المشاريع التي يديرها الاستثمار الأجنبي الأمر الذي يؤدي إلى تقليل الاستيراد وزيادة الصادرات الذي بدوره يحقق زيادة في المدخرات أو الادخار وتحقيق فوائض نقدية سواء محلية أو أجنبية تساهم في إعادة استثمارها في الاقتصاد الوطني وتحقيق أهداف التنمية الاقتصادية.

المطلب الثالث : الاستثمار الأجنبي غير المباشر

إن موضوع أسواق الأوراق المالية وآلياتها وأدواتها وطرائق تطويرها من المواضيع التي نالت اهتماما كبيرا من قبل الأكاديمين والباحثين والسلطات المالية لما لها من علاقة وطيدة بتطوير البيئة الاستثمارية وتنشيط تدفق الأموال وتسريع عجلة التنمية الاقتصادية. حيث أصبح الاستثمار الأجنبي من أهم المظاهر التي عرفت بها البيئة الاستثمارية في العصر العولمة الاقتصادية ورفع القيود وتسهيل حركة السلع ورؤوس الأموال، الذي أدى إلى بروز شكل جديد من الاستثمارات الدولية الذي يطلق عليه الاستثمار الأجنبي غير المباشر .

1 تعريف الاستثمار الأجنبي غير المباشر (Foreign indirect investment):

إن موضوع الاستثمار الأجنبي غير المباشر من المواضيع التي نالت اهتماما واسعا من قبل الباحثين كونها تمثل إحدى الأشكال الرئيسية لتدفقات رؤوس الأموال عبر العالم. ويدعى هذا النوع من الاستثمارات بعدة تسميات، حيث يطلق عليه "الاستثمار الأجنبي في الأوراق المالية"، "الاستثمار الدولي في الأوراق المالية"، ويدعى أيضا "الاستثمار الأجنبي المحفظي" وهي المفهوم الأقرب من التسمية باللغة الانجليزية (foreign portfolio investment - FPI) من جهة ومن جهة أخرى لأنها مشتقة من الاستثمار الأجنبي في المحافظ الاستثمارية.

يعرف الاستثمار الأجنبي غير المباشر بأنه "على أنه تلك الاستثمارات التي تتدفق داخل الدولة في شكل قروض مقدمة من طرف أفراد أو هيئات أجنبية عامة أو خاصة، أو تأتي في شكل اكتتاب في الصكوك الصادرة عن تلك الدولة، سواء تم الاكتتاب عن طريق السندات التي تحمل فائدة ثابتة أو عن طريق الأسهم، بشرط أن لا يكون للأجانب الحق في الحصول على نسبة من الأسهم تخولهم حق إدارة المشروع".¹

كما يعرف أيضا بأنه "الاستثمار الذي يتخذ أحد شكلين، شراء الأجانب لأسهم الشركة، أو إعطاء القروض للشركة أو الحكومة على شكل سندات أو أذونات الخزينة التي يقوم المستثمر الأجنبي بشراؤها"² ويعرف أيضا على أنه "الاستثمار الذي يمتلك فيه المستثمر بعض الأوراق المالية دون ممارسة أي نوع من الرقابة أو المشاركة في تنظيم وإدارة المشروع الاستثماري ويعتبر الاستثمار في الأوراق المالية استثمار

1 - عمر هاشم محمد صدقة، ضمانات الاستثمارات الأجنبية في القانون الدولي، الإسكندرية، دار الفكر الجامعي، 2008، ص 17.

2- John D. Radebaugh, Lee H. Daniels *International Business Environments and Operations*, 9TH Edition, Prentice Hall, Australia, 2001, p12.

قصير الأجل ، ويقتصر هذا النوع من الاستثمارات على تحويل الخبرات أو العمل التكنولوجي ، رخص التصنيع أو المعلومات التسويقية دون المشاركة في الإدارة أو الإشراف عن المشروع¹ " وهناك من يعرف الاستثمار الأجنبي غير المباشر بأنه " استثمارات محافظ البنوك العالمية وصناديق الاستثمار المشترك الدولية وصناديق التقاعد في الأوراق المالية التي تصدرها الدول والشركات في الدول الكبرى ودول الأسواق الناشئة والتي تخطى بتصنيف ائتماني مقبول لمدراء الاستثمار في هذه الاستثمارات،² ويعرف أيضا بأنه " شراء الأسهم والسندات الأجنبية فقط لغرض الحصول على عائد على الأموال المستثمرة.³"

ومما سبق نستخلص أن الاستثمار الأجنبي غير المباشر يمكن تعريفه على أنه تملك الأجانب أوراق مالية وعلى وجه الخصوص أسهم ، سندات في السوق المحلي وذلك بهدف تحقيق عائد ، ويقتصر دور المستثمر الأجنبي على مجرد تقديم رأس المال إلى جهة معينة دون أن يكون للمستثمر أي نوع من الرقابة أو المشاركة في تنظيم إدارة المشروع الاستثماري.

إن الاستثمار الأجنبي غير المباشر يختلف عن الاستثمار الأجنبي المباشر في النقاط التالية:

- الاستثمار الأجنبي غير المباشر لا يمنح لصاحبه أي نوع من الرقابة أو المشاركة في تنظيم وإدارة المشروع الاستثماري وذلك راجع من جهة إلى طبيعة ما يحوزه المستثمر الأجنبي (سندات، أسهم، قروض) ومن جهة أخرى إلى النسبة المحددة للاستثمار الأجنبي غير المباشر، بينما الاستثمار الأجنبي المباشر للمستثمر الأجنبي حق الإدارة والإشراف والرقابة على مختلف العمليات التي تتم على مستوى الاستثمارات التي يشترك فيها على حسب النسبة التي يمتلكها. ويمتد حق المستثمر الأجنبي في الإشراف والإدارة والرقابة إلى غاية الإدارة الكلية على الاستثمار، وذلك في حالة الاستثمار المملوك بالكامل للمستثمر الأجنبي.

1 - عبد السلام أبو قحف، اقتصاديات الأعمال والاستثمار الدولي، الإسكندرية، مكتبة الإشعاع ، 2001، ص481.

2 - ماهر كنج شكري، مروان عوض، المالية الدولية والعملات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق ، عمان، دار حامد للنشر والتوزيع، 2004، ص 40.

International Business: The Challenge of Global Jr، Donald A. McCulloch - Ball 3

.p41.2008 U.S.A .، Competition، McGraw-hill، Irwin

- يعتبر الاستثمار غير المباشر قصير الأجل بالمقارنة بالاستثمار المباشر والذي عادة ما يكون متوسط أو طويل الأجل.

- الاستثمار الأجنبي المباشر تنوع بين الاستثمارات المشتركة والاستثمارات المملوكة بالكامل للمستثمر الأجنبي والاستثمار في المناطق الحرة وأيضاً مشروعات أو عمليات التجميع. بينما الاستثمار الأجنبي غير المباشر (المحفطي) الاكتتاب في الأسهم والسندات التي تصدرها الدولة المضيفة أو القروض التي تقدمها الهيئات الخاصة والعامة أو الأفراد

2 - مزايا وسلبيات الاستثمار الأجنبي غير المباشر:

تتجسد أهمية الاستثمار الأجنبي بالنسبة للدولة المضيفة و التي تترتب على حركة رؤوس الأموال على شكل الاستثمار الأجنبي غير المباشر (الاستثمار المحفطي) خاصة نحو الدول النامية ومنها الدول العربية ، و كالتالي:

2 1 المزايا :

- إن من أهم ما يميز هذا النوع من الاستثمارات هو سهولة الدخول والخروج إلى الدول المضيفة والأسواق المستهدفة، إذ يسعى مستثمرو المحافظ الدولية إلى تعديل مراكزهم الاستثمارية ، وبالتالي الخروج أو الدخول إلى أسواق الأوراق المالية في الدول المضيفة وفقاً لتطور الأسواق المالية لهذه الدول ، وما لذلك من انعكاسات على استقرار أسواق الأوراق المالية في هذه الدول .

- تعمل الاستثمارات على زيادة سيولة وعمق أسواق الأوراق المالية ، إذ إنه يكون في الأغلب في شكل استثمارات مؤسسية تتصف بقراراتها الاستثمارية بطول الأمد ، وتكون مبنية على أسس علمية رشيدة إضافة إلى سرعة اتخاذ القرار وتنفيذه . وجددير بالذكر إن السوق المالي الأكثر سيولة تشجع على المزيد من الادخار والاستثمار وهذا يساعد بدوره على زيادة جذب الأموال وتوجيهها نحو الاستثمارات سواء إلى الأسواق الأولية أو الثانوية.

- يشير الاقتصاديون إلى أن الاستثمار الأجنبي غير المباشر (المحفطي) يمكن أن تعود بالنفع على القطاع الحقيقي للاقتصاد ، إذ يمكن لتدفق الاستثمار الأجنبي المحفطي توفير مصدر للاستثمارات

الأجنبية ولاسيما إلى البلدان النامية ذات الشحة في رؤوس الأموال. لذا فانه يمكنها أن تكون مكملة للدخار المحلي لتحسين معدل الاستثمار من خلال توفير النقد الأجنبي في البلدان النامية ، كما إنها أيضا تقلل من ضغط فجوة العملات الأجنبية لأقل البلدان نموا مما يجعل الواردات من السلع الاستثمارية اللازمة سهلة بالنسبة لهم. لذا فان تحرر تدفقات رأسمال المحفظة العالمية قد يقود إلى معدلات أعلي من النمو الاقتصادي ، لأنه قد يميل إلى تسريع أسواق الأسهم العالمية ، وتلك تقود بدورها إلى إنتاجية متزايدة للعامل المحلي.¹

- إن توجيه الاستثمارات الأجنبية إلى أسواق الأوراق المالية المحلية، يعني حركة رؤوس الأموال إلى ذلك البلد وهذا من مزاياه كما أشار بأنه يزيد من الطلب على العملة التي تتجه إليها العملات ويرفع سعرها في الأسواق ويؤدي إلى زيادة عرض العملات التي تخرج منها رؤوس الأموال وبالتالي هبوط أسعارها.

2 2 سلبياته²:

أما من أبرز سلبيات هذا النوع من الاستثمار فهو صعوبة تحكم الأسواق المالية المضيفة في مثل هذه الاستثمارات وضبط إيقاعها، إذ قد تنسحب هذه الاستثمارات بصورة مفاجئة ، وفي شكل موجات بيع نتيجة عدة عوامل ، ما يؤثر سلبا في استقرار سوق الأوراق المالية في البلد المضيف، كما حصل في الأزمة المالية العالمية الأخيرة. أضف إلى ذلك أن هذا النوع من الاستثمار الأجنبي قد لا يساهم بصورة مباشرة في تنمية الاقتصاد الوطني ، من خلال تخفيض معدلات البطالة ورفع الطاقة الإنتاجية وزيادة معدلات النمو ، وذلك لأنه يتمثل باستثمار في الأدوات المالية المدرجة في سوق الأوراق، ولا يأخذ بالضرورة الأوليات الاقتصادية الكلية.

1 - أياذ طاهر محمد، الاستثمار الأجنبي غير المباشر وانعكاسه على تداول الأسهم العادية دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة العدد الخاص بمؤتمر الكلية، 2013، ص106.

2 - محمد كمال أبو عمشة ، الاستثمار في أسواق المال الخليجية ودورها في جذب الاستثمارات الأجنبية دراسة حالة بورصة قطر، مجلة بحوث اقتصادية عربية ، العددان 61 و62، 2013، ص75.

المبحث الثاني : التقنيات المتعلقة بالاستثمار الأجنبي غير المباشر

يعد التطرق إلى أهم الإشكاليات المتعلقة بالاستثمار الأجنبي غير المباشر والمتمثلة في صعوبة إعطاء مفهوم موحد له ، وكذا تحديد إيجابياته وسلبياته ، سيتم التطرق إلى التقنيات المتعلقة بالاستثمار الأجنبي غير المباشر والمتمثلة في تحديد تصنيفاته وأدواته التي يتم الاستثمار من خلالها ، بالإضافة إلى التطرق إلى القنوات التي ينتقل عبرها الاستثمار الأجنبي غير المباشر من دولة إلى أخرى ، وسيتم التعرض إلى المخاطر الناجمة عنه .

المطلب الأول : تصنيفات وأدوات الاستثمار الأجنبي غير المباشر

تتطرقنا في هذا المطلب إلى تصنيفات الاستثمار الأجنبي غير المباشر ثم تحديد أدواته .

1 - تصنيفات الاستثمار الأجنبي غير المباشر (foreign investment ratings):(indirect)

يمكن تصنيف الاستثمار الأجنبي إلى نوعين أساسيين وهما ¹: مستثمرين أجانب أفراد ، ومستثمرين أجانب مؤسسات .

1 1 المستثمرين الأجانب الأفراد (foreign individual investors):

يعرف على أنه المستثمر الذي لديه قدر من المدخرات بما يمكنه من تكوين محفظة أوراق مالية يستفيد من خلالها من مزايا التنوع المحلي والدولي معا إذا تعدت المحفظة حدود السوق المحلي للمستثمر الأجنبي ، ويتسم هذا النوع من المستثمرين بارتفاع درجة الشفافية المالية لديه بالإضافة إلى الخبرة والدراية الكافية بأحوال أسواق المال الدولية وكيفية الاستفادة من فرص الاستثمار في الأسواق المالية الناشئة والمتقدمة . وبصفة عامة يتخذ المستثمر الأجنبي الفرد قراراته الاستثمارية من خلال أوامر الشراء أو أوامر البيع لشركات السمسرة في الأوراق المالية وفي بعض الأسواق المالية المتقدمة يمكن للمستثمر إعداد أوامر الشراء أو البيع من خلال شبكة المعلومات الدولية (internet).

1 2 المستثمرين الأجانب المؤسسات (foreign investors institutions):

1- هشام محمد فرج، المضاربة الأجنبية في الأسواق المالية الناشئة دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية المصري ، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، ص ص 17-18.

يختص هذا النوع من المستثمرين الأجانب بالمؤسسات المالية ، والتي تتسم بالثقل المالي الكبير في الأسواق المالية المستثمرة فيها لما لها من رؤوس أموال ضخمة بالإضافة إلى الخبرة والدراية الكاملة بفرص الاستثمار في الأسواق المالية الناشئة والمتطورة ، كما يتصف هذا النوع من المستثمرين بأنه القائد في معظم الأسواق المالية الناشئة ، حيث أن قرارات المستثمرين من المؤسسات تعتبر مرشدا كثيرا من المستثمرين المحليين بصفة خاصة ، إتباع لسياسة القطيع .

وما يتميز هذا النوع من المستثمرين بتوافر التقنيات الحديثة بالإضافة إلى المعرفة العلمية والعملية التي تمكنه من اقتحام السوق المالي وتوجيه قرارات المستثمرين الآخرين طبقا لرؤيته الذاتية وتحقيقا لأهدافه الاستثمارية في السوق المالي.

2- أدوات الاستثمار الأجنبي غير المباشر (tools of foreign investment indirect):

تنوع أدوات الاستثمار الأجنبي غير المباشر في الأسواق المالية وذلك تبعا لطبيعة المستثمر الأجنبي. فالمستثمر الأجنبي الفرد تكون أدواته الاستثمارية محدودة من خلال تكوين محفظة أوراق مالية مشكلة من مجموعة من الأسهم والسندات وذلك بالتعامل بيعا وشراء في السوق المالي من خلال شركات السمسرة ، أما المستثمر الأجنبي من المؤسسات والتي تمثل الغالبية العظمى من حجم الاستثمار الأجنبي في الأسواق المالية فتتمثل أدواته الاستثمارية فيما يلي :

2 1 الأوراق المالية (the securities):

تعتبر الأوراق المالية أداة من أدوات الاستثمار التي يتم تداولها في سوق المال سواء على المستوى المحلي أو الدولي ، فهي تمثل عصب الحياة لهذه السوق ، وتشير الورقة المالية إلى التمثيل القانوني لحامل الورقة تجاه المنشأة المصدرة لهذه الورقة ، والتي تحول له الحق في الحصول على جزء من أصول المنشأة أو هما معا، وتختلف الأوراق المالية فيما بينها ، فحملة الأسهم العادية والأسهم الممتازة لهم الحق في الحصول على جزء من أصولها وإن كان ذلك غير ممكن طالما أن الشركة مستمرة في العمل ، كما أن حملة السندات لهم الحق في الحصول على عائد يتمثل في الفوائد المقررة على السند ، كما أن لهم الحق في جزء من أصول الشركة بمقدار الأصول المرهونة لصالحهم أو لهم الحق في أصول الشركة كلها في حالة تعرض الشركة للإفلاس والتصفية .

ويوجد العديد من الأسس المستخدمة في تصنيف الأوراق المالية على أساس عمر الورقة ، وعند ذلك يمكن التمييز بين أوراق مالية طويلة الأجل وأخرى قصيرة الأجل ، كما يمكن تصنيف الأوراق المالية

حسب ماهية الورقة المالية ، وعندئذ يمكن التمييز بين أوراق مالية تمثل صك ملكية مثل الأسهم العادية وأوراق مالية تمثل صك مديونية مثل السندات، وأوراق مالية مختلطة مثل الأسهم الممتازة¹.

2 2 صناديق الاستثمار (Investment Funds):

تعتبر صناديق الاستثمار من الأدوات الاستثمارية في الأسواق المالية التي توفر للأشخاص الذين لا يملكون القدرة على إدارة استثماراتهم بصورة مباشرة الفرصة للمشاركة في سوق الأوراق المالية ، وذلك من خلال انتقاء الأوراق المالية المناسبة لتكوين المحفظة التي تحقق عوائد متقاربة من عوائد السوق في ظل السيطرة على مخاطر الاستثمار، حيث أن خبرة مديري الاستثمار ومتابعتهم المستمرة للتطورات التي تتأثر بها الأسواق المالية تضمن تحقيق عوائد أعلى مما لو قام المستثمر العادي باستثمار أمواله بنفسه.

2 2 1 تعريف صناديق الاستثمار:

يعرف صندوق الاستثمار على أنه "مؤسسة مالية تقوم بتجميع الأموال من عدة كبير جدا من المستثمرين من خلال بيع حصص ملكية ويتم بعد ذلك توظيف هذه الأموال في شراء أسهم وسندات شركات ناجحة ومتميزة أي في سلسلة من الأوراق المالية ، وتخدم هذه الصناديق كبار المستثمرين وصغارهم وخاصة أنها تحقق التنوع اللازم لتقليل المخاطر للمستثمر الصغير بصورة خاصة².
و تقوم الفكرة الأساسي لصناديق الاستثمار على الأساس الآتي:

- قيام جهة معينة (بنوك وشركات استثمار) بإعداد دراسة اقتصادية لنشاط أو مشروع معين أو مشاريع معينة بحيث تبين جدوى الاستثمار في ذلك المجال.

- قيام تلك الجهة بتكوين صندوق استثماري، وتحديد أغراضه وإعداد نشرة الاكتتاب في الصندوق أو لائحة العمل للصندوق بحيث تتضمن كامل التفاصيل عن نشاط الصندوق وشروط الاكتتاب فيه وحقوق والتزامات مختلف الأطراف.

- تقسيم رأس مال الصندوق الاستثماري إلى وحدات أو حصص أو أسهم مشاركة أو صكوك متساوية القيمة الاسمية، بحيث يكون اقتناؤها عبارة عن المشاركة في ملكية حصة من رأس مال الصندوق.

1 - جلال العبد، تحليل وتقييم الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 20.

2 - عصران جلال عصران، الاستثمار غير المباشر في محافظ الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 18.

- بعد تلقي الجهة المصدرة للصندوق أموال المكتسبين، تقوم باستثمار الأموال المجمعة لديها في المجالات المحددة في نشرة الاكتتاب وتوزيع الأرباح في الفترات وبالكيفية المتفق عليها، كما تتولى تصفية الصندوق في الموعد المحدد لذلك¹.

أ - مميزات صناديق الاستثمار :

تميز صناديق الاستثمار بالمميزات التالية² :

- تحقيق التنوع الكفاء وذلك من خلال شراء أوراق مالية مختلفة مما يعمل على تقليل المخاطر عن الاستثمار في ورقة المال بذاتها.
- الاستفادة من خبرة الإدارة المحترفة ، لأن هذه الصناديق توفر الخبرات الإدارية والاستثمارية الواسعة.
- انخفاض التكاليف الإدارية على مستوى صناديق الاستثمار التي يجب دفعها من قبل حملة وثائق الاستثمار، مقارنة مع التكاليف التي يدفعها المستثمر عند إدارة محفظته بصفة شخصية .
- انخفاض تكلفة الاستثمار المبدئي عند التعامل مع صناديق الاستثمار اللازم عند التعامل مع الأسهم الفردية ، وذلك يعني أن المستثمر يتمتع بتنوع أكثر، مخاطر أقل، تكلفة لدخول السوق أقل.
- التنوع والمرونة في اختيار أهداف الاستثمار ، لأنها تتيح للمستثمر العديد من الصناديق ذات الأهداف المختلفة للتعامل معها، وعادة ما تتحدد أهداف الاستثمار في تلك الصناديق ، بمستوى المخاطر التي تتضمنها المحفظة.
- تتيح صناديق الاستثمار للمستثمرين الوصول إلى أسواق الأوراق المالية الدولية بعكس الحالات الفردية للاستثمار ، ولاشك أن التعامل مع الأسواق المحلية تتيح فرص التنوع الأفضل والاستفادة من الأسواق الواعدة ذات إمكانية النمو المطرد.

1 - صلاح الدين شريط، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية ، دراسة تجرية جمهورية مصر العربية مع إمكانية تطبيقها على الجزائر، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراة، جامعة الجزائر 3 ، 2011، ص 165.

2 - عصران جلال عصران ، الاستثمار غير المباشر في محافظ الأوراق المالية ، مرجع سابق، ص 23-24.

ب - تصنيف صناديق الاستثمار (classification of investment funds):

تتعدد وتنوع أشكال صناديق الاستثمار وتختلف طبقا لحاجات وأهداف المستثمرين ورغباتهم ، ولكن مهما تنوعت وتعددت هذه الأشكال فهي تندرج تحت نوعين أساسيين وهما : صناديق الاستثمار المفتوحة ، وصناديق الاستثمار المغلقة.

- صناديق الاستثمار المفتوحة (open investment funds): هي صناديق رأس المال المتغير حيث يتغير باستمرار هيكل رأسمالها ، وكذا عدد الأسهم المتداولة للصندوق بالزيادة والنقص كرد لفعل لعمليات البيع والشراء لحاملي أسهم الصندوق . فهي وثائق استثمار يتم بيعها للمستثمر بطريقة مباشرة وغير قابلة للتداول في بورصة ويمكن للمستثمر التنازل عنها عن طريق ردها مباشرة إلى مصدر الصندوق¹.

- صناديق الاستثمار المغلقة (closed investment funds): هي صناديق تقتصر على فئة معينة من المستثمرين لها هدف محدد وعمر محدد يصفى بعدها الصندوق وتوزع عوائده على المستثمرين ، ويتمتع حاملو وثائق الصندوق المغلقة بالحرية الكاملة في بيعها في سوق الأوراق المالية وليس لها في استرداد قيمتها إلا إذا نصت نشرة الاكتتاب على ذلك².

كما أن هناك بعض الاختلافات بين الصناديق المفتوحة والمغلقة، حيث نرى أن صناديق الاستثمار المفتوحة لا تتداول أسهمها في سوق الأوراق المالية ولذلك فالمستثمر يشتري السهم ويبيعه إلى شركة الاستثمار مباشرة دون الحاجة إلى اللجوء إلى سوق الأوراق المالية، ولذلك لا بد من توافر سيولة كافية لشركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة لمواجهة طلبات الاسترداد من قبل حاملي وثائق تلك الشركات، لأنه إذا كان موقف السيولة لهذه الشركات ضعيف ستضطر إلى تصفية جزء من أوراقها المالية لتدبير السيولة لمواجهة حالات الاسترداد.

كما أنه يوجد اختلاف آخر أنه قد يحصل المستثمر في الصناديق المغلقة على نوع من الربح لا يتواجد مع الصناديق المفتوحة، ويتمثل ذلك الربح في الربح المحقق لو كان المستثمر اشترى أحد الأسهم

1 - عصام حسين ، مرجع سابق، ص216.

2 - عاطف وليم اندرواس، السياسات المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، مرجع سابق، ص47.

بخصم (سعر السهم في السوق أقل من قيمة الأصل الصافية) وبالقسط لا توجد هذه الحالة في الصناديق المفتوحة حيث لا تباع أسهمها مطلقاً بخصم.

ويشير (MAYO) إلى اختلاف ثالث بين الصناديق المفتوحة والصناديق المغلقة ويتمثل ذلك الاختلاف في تكلفة الاستثمار، حيث يرى أن الصناديق المفتوحة قد تباع برسوم يتحملها المستثمر عند شرائها (LOAD FUNDS) أي أن هناك رسوم تضاف إلى قيمة الأصل الصافية عند الشراء ولا شك أن ذلك يؤثر على تكلفة الاستثمار¹.

3- الإصدارات العالمية أو الدولية للأوراق المالية (global versions Securities):

بالإضافة للنوعين السابقين من أدوات الاستثمار الأجنبي غير المباشر استطاعت الأسواق المالية جذب بعض الاستثمارات الأجنبية من خلال ما يعرف بالإصدارات العالمية أو الدولية للأوراق المالية، بأن تقوم بتسجيل بعض الإصدارات المالية في الأسواق الثانوية الدولية، مما يتيح لهذه الإصدارات بالتوغل في هذه الأسواق التي تتصف بالعمق ومن أمثلة هذه الإصدارات العالمية :

3-1- شهادات الإيداع الدولية (Global Depository Receipt): هي أدوات مالية دولية قابلة للتداول في الأسواق المالية الدولية تقوم بإصدارها المؤسسات والبنوك الدولية مثل: Bank of New York، أو Deutsche Bank بالدولار الأمريكي أو أي من العملات الأجنبية الأخرى المتداولة بالسوق الحرة، مقابل الاحتفاظ بغطاء يعادلها من الأسهم المحلية وذلك بناء على اتفاق مع شركة مصدرة محلية. إذ يتم إيداع الأوراق المالية لتلك الشركة لدى وكيل بنك الإيداع أو بنك الإصدار. ومن ثم يتم تداول شهادات الإيداع الدولية كبديل عن الأوراق المالية الأصلية في الأسواق المالية الدولية. ولأن مالك شهادات الإيداع هو في حقيقة الأمر مالك الأسهم المحلية المقابلة لها (حسب نسبة تحويل متفق عليه) فإن له الحقوق المترتبة لمالك الأسهم المحلي من حيث التوزيعات النقدية والعينية وبيع الأسهم... الخ².

3 2 السندات الدولية (International bonds): وتمثل السندات الدولية فيما يلي³:

1 - عصران جلال عصران، الاستثمار غير المباشر في محافظ الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 40.

2 - محفوظ جبار، عمر عبده سامية، أسواق رأس المال الدولية، الهياكل والأدوات، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد الثالث، جامعة محمد خيضر-بسكرة، 2002، ص 86.

3- مفتاح صالح، العولمة المالية، مجلة العلوم الإنسانية، العدد الثاني، جامعة محمد خيضر-بسكرة، 2002، ص 12.

● السند الأجنبي (foreign bond):

وهي سندات تصدرها جهات مقترضة تنتمي لدول معينة خارج حدود دولتها و في أسواق رأس المال الدولية الأخرى و بعملة نفس الدول التي تم فيها طرح السندات للاكتتاب مثلا: مؤسسة جزائرية تقوم بإصدار سندات محررة بالدولار الأمريكي وتم بيعها والاكتتاب فيها في أسواق المال في نيويورك فهي سندات أجنبية.

● السند الأورو (Euro bond):

هي مشتقة من إسم السندات الأوروبية و هي سندات تصدرها جهات مقترضة تنتمي لدول معينة خارج حدود دولتها و في أسواق رأس المال لدولة أخرى و بعملة غير عملة الدول التي تم فيها طرح السندات للاكتتاب. مثلا : مؤسسة جزائرية تقوم بإصدار سندات محررة بالدولار الأمريكي ثم بيعها والاكتتاب فيها في أسواق المال بلندن أو باريس .. الخ، فهي سندات الأورو دولار.

وتحليل التشريعات المطبقة على عمليات إصدار السندات الدولية يلاحظ إن عملية إصدار السندات الأجنبية تخضع لقوانين الدولة التي يطرح فيها الإصدار، حيث تختلف هذه التشريعات والقوانين عن تلك المطبقة على السندات المحلية، ويتم التمييز فيما بينها حسب جنسية المصدر (مقيم أو غير مقيم). وعلى العكس بالنسبة للسندات الأوربية التي تتم عملية إصدارها في الدول التي تخفف من القيود المطبقة على عمليات الإصدار وحياسة هذه الأوراق المالية لأنها ليست مرتبطة بدولة محددة .

4 - الأسهم الدولية (International stocks):

السهم عبارة عن شهادة تخول لحاملها الحق في ملكية جزء من الشركة المصدرة للسهم. فهو مستند ملكية وليس له تاريخ استحقاق. ويتم إصدار الأسهم الدولية في العديد من الدول، والتي قد يكون من بينها بلد المؤسسة المصدرة، حيث يتم تسجيل الأسهم الدولية عموما في أكثر من مركز مالي ، وتعد وول سريت من أهم هذه المركز. وقد يستوجب إصدار الأسهم الدولية استعمال الشرائح التالية¹:

أ - شريحة محلية

ب - شريحة أوربية توجه للأسواق الأجنبية وتصدر بعملة مختلفة عن عملة تلك الأسواق .

1 - محفوظ جبار، عمر عبده سامية، مرجع سابق، ص 98.

ت - شريحة أجنبية توجه للأسواق الأجنبية .

في حالة الإصدار التي يضم الشرائح الثلاثة تعرف الأسهم بالأسهم العالمية، إما إذا ضم الإصدار الشريحتين الأخيرتين فقط فتعرف بالأسهم الدولية، ولا يختلف تنظيم وإصدار الأسهم الدولية كثيرا عن الأسهم المحلية . ويتم الإصدار بمساعدة تجمع بنكي يختار على أساس الدول التي يرغب في وصول الإصدار إلى مستثمريها.

وعادة ما تتطلب هذه الإصدارات توافر شروطا معينة للتسجيل في الأسواق المالية الدولية مثل حجم الإنتاج والمبيعات ونسب استغلال الطاقات الإنتاجية ، ومدى إتباع معايير المحاسبة الدولية ومدى الالتزام بسياسات ومبادئ الإفصاح والشفافية وغيرها من العوامل الخاصة بالسندات مثل درجة الجدارة الائتمانية والوضع الاقتصادي للدولة المصدرة وذلك في حالة السندات الحكومية .

المطلب الثاني : قنوات الاستثمار الأجنبي غير المباشر

يقصد بقنوات الاستثمار الطرق المختلفة التي تؤدي المستثمر الأجنبي أو المحلي سواء كان فردا أو مؤسسة للوصول إلى الأسواق الأجنبية أو المحلية ، ويمكن تحديد هذه الطرق فيما يلي :

1 - شركات الاستثمار (investment companies) :

إن طبيعة عمل هذه الشركات ذات صفة وسيطية ، ذلك أنها تتلقى الأموال من المدخرين وتقوم باستثمارها لهم في صناديق . وتمتاز هذه الشركات بأنها نشيطة في الأسواق¹ . ويمكن تقسيمها إلى قسمين :

1 1 شركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة (Closed-End funds) :

وهي تلك الشركات ذات الرأس المال الثابت ونقصد بذلك بأنه وبعد الانتهاء من الإصدار الأولي للشركة لا يجوز بيع شهادات استثمار إضافية من قبلها كما أن بعض الأنظمة لا تسمح لهذه الشركات بإعادة حصص المساهمين إليهم إلا بعد مرور عدد من السنين ويتم تحديد ذلك في شروط الإصدار، وعادة ما يحق لمثل هذه الشركات إصدار أسهم تباع للجمهور على أن يكون عدد الأسهم ثابت لا يتغير بالنسبة للشركة ، وتشترط التعليمات أن يتم بيع أسهم هذه الشركات أو شرائها لمن يرغب من المستثمرين بواسطة وسيط مالي معتمد من قبل الشركة يقوم بتنفيذ أوامر البيع أو الشراء ويحق للشركات الاستثمار شراء

1 - مروان شحوط ، كنجو عبود كنجو، أسس الاستثمار ، مرجع سابق ، ص 122.

أسهمها من السوق وتنفذ صفقات الشراء بعد أن يكون هناك هبوط في القيمة السوقية للسهم إلى مستوى أقل من قيمة الأصل (السهم) الصافي التي تحسب وفق الآتي¹:

1 2 - شركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة (Open-End fund):

تسعى هذه الشركات إلى تشكيل صناديق استثمار تسمى الصناديق المشتركة، ويكون رأس المال المستثمر في هذه الصناديق غير محدد، فهي تستطيع زيادة رأس مالها كما تشاء². وذلك من خلال إصدار المزيد من الأسهم العادية وبيعها ولكن لا يحق لها إصدار أدوات الدين (السندات)، ومن الشروط التي تحدد عمل هذه الشركات بأنه لا يتم تداول أسهمها بين الأفراد وإنما تقوم الشركة نفسها بإعادة شراء ما أصدرته من أسهم أي أن أسهمها لا يتم تداولها في سوق رأس المال حماية للمستثمرين وبذلك لا يتم تسجيلها في تلك الأسواق وفي حالة قيام المستثمر ببيع أسهمه إلى الشركة تتقاضى هذه الشركات أتعاب تحسب على أساس القيمة الكلية للأموال المستثمرة في الصندوق³.

2 - شركات التأمين (Insurance companies):

هي شركات تقوم باستثمار أقساط التأمين من مختلف أصول الاستثمار كالعقارات والسندات والأسهم من اجل زيادة قيمة هذه الأقساط ، ودفع الالتزامات المترتبة على الشركة ، وإلا فتكون الشركة في وضع مالي سيء. وتحتاج شركات التأمين إلى سيولة عالية حتى تتمكن من تحقيق هذه السيولة من استثمار أقساط التأمين في إدارة المحافظ الاستثمارية⁴.

3 - الشراء والبيع المباشر للأوراق المالية:

ويكون ذلك إما عن طريق شراء المستثمر وبيع أسهم الشركات الأجنبية من أسواقها المحلية ، ويعتبر هذه النمط من الاستثمار الأكثر خطورة لأن المستثمر عندها سيكون معرضاً لمخاطر تغيرات أسعار الصرف وكذلك مختلف القواعد والقوانين المنظمة لعمل السوق بالإضافة إلى الأنظمة المحاسبية والضريبية ،

1 - دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، عمان، دار اليازوري للنشر والتوزيع، 2009، ص160.

2 - مروان شموط ، كنجو عبود كنجو، أسس الاستثمار ، مرجع سابق ، ص122.

3 - دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص162.

4 - مروان شموط، كنجوع بدو كنجو، أسس الاستثمار، مرجع سابق، ص121.

ومستويات الإفصاح والشفافية التي تختلف من دولة إلى أخرى ، وإما عن طريق شراء وبيع الأوراق المالية الأجنبية المسجلة في سوق الأوراق المالية المحلية¹.

المطلب الثالث : مخاطر الاستثمار الأجنبي غير المباشر

تطرقنا في هذا المطلب إلى تحديد تعريف مخاطر الاستثمار الأجنبي غير المباشر بالإضافة إلى توضيح مصادرها المختلفة .

1 - تعريف المخاطرة (Risk):

تعرف المخاطرة في الاستثمار " بأنه تذبذب العائد المتولد، أو عدم التأكد من حتمية حصول العائد، أو من حتمية حجمه أو وزنه أو انتظامه أو من جميع هذه الأمور مجتمعة معا"². كما تعرف على أنها " حالة عدم التأكد من أن الاستثمار يحقق المعدل المتوقع من العائد عن تلك الاستثمارات ولذلك فانه كلما اتسع مدى تذبذب العوائد المتوقعة أصبح الاستثمار أكثر مخاطرة."³

ومن خلال التعريفين السابقين يتبين بأن مخاطر الاستثمار في ورقة مالية معينة تكون أكبر وقد تؤدي إلى الفشل في تحقيق العائد المنتظر من الاستثمار. فلذلك يلجأ المستثمرين إلى التنوع في الاستثمار ، وهو الاستثمار في أكثر من ورقة مالية من أجل تخفيض درجة المخاطرة من خلال الاستثمار في أوراق مالية ذات خصائص مختلفة بالنسبة للعائد والمخاطرة. وإن درجة الانخفاض في المخاطرة التي تتحقق من خلال التنوع تعتمد على درجة الارتباط بين عوائد مختلف الأوراق التي تكون هذه المحفظة.

حيث يمكن تصنيف مخاطر الاستثمار إلى قسمين:

1 1 مخاطر منتظمة (systematic risk): وهي التي تؤثر على عائد وأرباح جميع أنواع الأسهم

والسندات التي تتداول في البورصة، وعادة تحدث عند وقوع حدث كبير تتأثر معه السوق بأكملها

مثل حدوث حرب أو تغيير النظام السياسي⁴، وتنعكس هذه المخاطر على جميع الأدوات

1 - صايفي عمار، محددات الاستثمار المحفظي وأثاره على أسواق الأوراق المالية دراسة مقارنة بين مصر تونس والجزائر ،مذكرة ماجستير، الجزائر، جام غ بومرداس، 2008، ص71.

2 - زيادة رمضان ، مرجع سابق، ص286.

3 - Reilly, Frank K. Brown, Keith C. *Investment Analysis and Portfolio Management* , 6th Edition , South-Western, U.K 1996,p10.

4 - نشأت علي عبد العال، الاستثمار والترابط الاقتصادي الدولي، الإسكندرية، دار الفكر الجامعي، 2012، ص208.

الاستثمارية المتداولة في السوق بصورة عامة وتختلف درجة تأثر هذه الأدوات بالمخاطر بنسب ودرجات مختلفة حسب طبيعة الصناعة أو الخدمة أو القطاع الذي ينتمي إليه المشروع ودرجة حساسية الاستثمار للتغيرات المذكورة التي تظهر بصورة تقلبات سعرية¹.

1 2 مخاطر غير منتظمة (Non systematic risk): تسمى أيضا بالمخاطر الخاصة القابلة للتنوع، وهي المخاطر الناجمة عن عوامل تتعلق بمؤسسة معينة أو قطاع معين، دون مؤسسات أخرى أو قطاعات أخرى، و تكون مستقلة عن العوامل المؤثرة في النشاط الاقتصادي ككل. و تعتبر هذه المخاطرة عشوائية يصعب التنبؤ بها ولكن يمكن الحد منها عن طريق التنوع أي تنوع "المحفظة" بأصول مختلفة و لكي ينجح التنوع يجب أن يكون معامل الارتباط سالبا و قويا بين هذه الأصول².

2- مصادر مخاطر الاستثمار الأجنبي غير المباشر :

إن الاستثمار الأجنبي غير المباشر لا يخلو من مخاطر عديدة ومتنوعة، حيث تندرج مصادر هذه المخاطر حسب نوعها إلى مصادر الخطر المنتظم، ومصادر الخطر غير المنتظم، وفيما يلي نبين أهم تلك المخاطر:

2 1 مخاطر سعر الصرف (exchange rate risks):

يطلق سعر الصرف على عدد الوحدات الوطنية التي تدفع للحصول على وحدة واحدة أجنبية أو عدد الوحدات الأجنبية التي تدفع للحصول على وحدة واحدة وطنية³. المستثمرين في الأوراق المالية في بلد أجنبي عوائدهم تتأثر بالتغيير في قيمة الأوراق المالية، وكذلك التغيير في قيمة العملة التي يتم تسعير الأوراق المالية بموجبها. فإذا كان من المتوقع تعزيز عملة البلد الأصلي، فإن المستثمرين الأجانب قد يكونون على استعداد للاستثمار في الأوراق المالية للبلد للاستفادة من حركة العملة، على العكس من ذلك، إذا كان من المتوقع انخفاض عملة البلد الأصلي. ذلك إن العائد على الاستثمار في أسواق رأس المال الأجنبية يشمل العائد المتحقق نتيجة التغيير في سعر صرف العملة الأجنبية ، وبالتالي فإن الأرباح الرأسمالية التي

¹ - دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص106.

² - فايز سليم حداد ، الإدارة المالية ، الطبعة الثانية ، عمان ، دار الحامد للنشر و التوزيع ، 2009، ص149.

³ - أحمد فريد مصطفى، الإقتصاد النقدي و المصرفي، الإسكندرية، مؤسسة شباب الجامعة ، 2009 ، ص375 .

يحققها المستثمر تتأثر بالتغيرات في أسعار العملة. مما يعني إن علاوة المخاطرة التي يحصل عليها هذا المستثمر يكون جزء منها مقابل المخاطر العامة أما الجزء الآخر فيغطي مخاطر سعر الصرف¹.

2 2 مخاطر التضخم (inflation risks):

يعود السبب لانخفاض القوة الشرائية للنقود أي تغير قيمة التدفقات المتوقع الحصول عليها أو الثروة المستثمرة إلى ارتفاع معدلات التضخم التي يعاني منها الاقتصاد في بلد ما، ومعنى ذلك أن القوة الشرائية لرأس المال المستثمر في الوقت الحالي تختلف عن قدرته بعد مرور سنة أو أكثر على الاستثمار نتيجة لارتفاع معدلات التضخم، وعادة تؤثر مثل هذه المخاطر تأثير كبير في حالة الاستثمار في أدوات استثمارية تحمل معدلات دخل ثابتة كالودائع في حسابات التوفير أو الاستثمار في السندات أو أي استثمار مالي ذات عوائد ثابتة وعندما يتجاوز معدل التضخم معدلات الفائدة الثابتة فان المدخرات تعاني من هبوط في القوى الشرائية².

3 - مخاطر السياسية (Political risk):

تعد المخاطر السياسية أحد أنواع المخاطر غير النظامية بالنسبة للمستثمر الأجنبي إذ ترتبط بدولة معينة ويمكن تجنبها من خلال الاستثمار في مجموعة متنوعة من الأسواق المالية في بلاد العالم، وتعزى تلك المخاطر إلى التغيرات في الظروف السياسية والتي تؤثر على أسهم الشركات وسنداها، فمثلا تدخل الدولة في القطاع الخاص ، وإعادة تقويم العملة ، وتغيير الحكومة ، والضرائب على الدخل، فلكل من هذه الجوانب تأثير على أرباح الشركة ، وبصفة عامة فانه من السهل تجنب الاستثمار في الشركات التي توجد في دول مضطربة ولكن من الصعب التنبؤ بالأحداث السياسية التي يحتمل أن تؤثر على أسعار الأسهم³.

4 - مخاطر سعر الفائدة (Interest rate risk):

تتمثل في المخاطر الناجمة عن احتمال حدوث اختلاف بين معدلات الفائدة المتوقعة ومعدلات الفائدة الفعلية بسبب التغيرات السوقية خلال المدة الاستثمارية، حيث يختلف تأثير مخطر تغير أسعار الفائدة حسب نوع الورقة المالية، إذ نجده أكبر في حالة الأوراق المالية ذات الدخل الثابت كالسندات و

¹ - أياد طاهر محمد، مرجع سابق، ص108.

² - دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص116.

³ - أياد طاهر محمد، مرجع سابق، ص107.

الأسهم الممتازة مقارنة بالأوراق المالية ذات الدخل المتغير كالأسهم العادية¹. حيث توجد علاقة مباشرة بين أسعار الأسهم وأسعار الفائدة السائدة، فإذا ما ارتفعت أسعار الفائدة فإن أسعار الأسهم تميل للانخفاض².

5 - مخاطر الضرائب (tax risks):

المستثمرين على الأغلب يفضلون الاستثمار في البلد الذي تكون فيها الضرائب على إيرادات الفوائد أو توزيعات الأرباح من الاستثمارات منخفضة نسبياً، وذلك بتقييم الأرباح المحتملة بعد الضريبة من الاستثمارات في الأوراق الأجنبية. إذ يلاحظ أن الضرائب تستقطع جزءاً من الدخل، إذ تخضع توزيعات الأرباح والفوائد التي يحصل عليها المستثمر للضرائب عند حصول المستثمر عليها، بينما تخضع الأرباح الرأسمالية لمعدل ضريبة أقل مقارنة بالعوائد الأخرى للاستثمارات، فمثلاً في الولايات المتحدة الأمريكية فإن أكبر معدل للضريبة على الدخل الشخصي يساوي 39%، بينما معدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية 20%³.

6 - مخاطر نقص المعلومات (Risk of a lack of information):

إن صعوبة الإحاطة بآفاق الشروع الأجنبي والحصول على المعلومات، واختلاف المعلومات من بلد إلى آخر يطرح مشكلات في تفسيرها⁴. كل ذلك في الوقت الذي ترتفع فيه متوسط عمولة السمسرة، على الأوامر المنفذة في أسواق أجنبية، بشكل قد يقف حائلاً دون إبرام الصفقات، ففي الولايات المتحدة يحصل بيت السمسرة على عمولة عن التعامل في الأسواق الأجنبية تفوق ضعف عمولة السمسرة في السوق المحلي⁵.

7 - مخاطر أخرى (Other risks):

1 - Mondher Bellalah , *gestion des Risques de tausc d'intérêt et de change* , 1e édition , de Boeck, 2005, P 209 .

2 - نشأت علي عبد العال، ص 208.

3 - أياد طاهر محمد، مرجع سابق، ص 108.

4 - وسام ملاك ، *البورصات والأسواق المالية العالمية*، الجزء الثاني، بيروت، دار المنهل اللبناني ، 2003، ص 239.

5 - منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، ص 423.

توجد مجموعة من القيود والعوائق أمام الاستثمارات الدولية سواء كانت مباشرة أو غير مباشرة فالاختلافات الثقافية من المخاطر الرئيسية الاستثمارات الدولية ، وفي الغالب يكون المستثمرون غير مطلعين على الثقافات الأجنبية لتلك الأسواق، فضلا عن أن بعض الحكومات تسيطر تماما على أنشطة الأوراق المالية العاملة في بلدانها وبدرجات متفاوتة. إذ في بعض البلدان لا يستطيع المستثمر الأجنبي أن يتعدى الحد المسموح به للاستثمار في الأوراق المالية ، وذلك لوجود سقف مالي لا يمكن تجاوزها ، إن المخاطر التي تصطب عملية الاستثمارات الأجنبية في أسواق الأوراق المالية عامة في كل الأسواق في العالم ، غير إن الأسواق الناشئة والأسواق المالية للدول العربية قد تكون من أكثر الدول احتضاناً لتلك المخاطر¹.

1 - نفس المرجع السابق، ص 108.

المبحث الثالث: المحفظة الاستثمارية

يؤدي الاستثمار دورا حيويا في النشاط الاقتصادي خاصة مع التحولات الجارية، لذا فإن وسائله وأساليبه تعددت وتنوعت وفقا لرؤية المستثمر وميوله ولعلى من أهم هذه الوسائل أو الأدوات هو تكوين المحفظة الاستثمارية والتي أول من كتب فيها المحلل الأمريكي ماركويتز Markowitz وذلك عام 1952 ثم جاء بعده عدد من الدارسين والمحللين أمثال كورن Coren وشارب Sharp.

المطلب الأول: مفاهيم أساسية حول المحفظة الاستثمارية

تطرقنا في هذا المطلب إلى تحديد مفهوم المحفظة الاستثمارية وأهدافها.

1- مفهوم وأهداف المحفظة الاستثمارية :

1 1 مفهوم المحفظة الاستثمارية (Investment Portfolio):

إن مفهوم المحفظة جاء كرد فعل على الاعتقاد السائد بان تخفيض مستوى المخاطر يتحدد من خلال الاحتفاظ بعدد كبير من الأوراق المالية بغض النظر على جودة هذه الأوراق، إلا أن المحاولات التي فندت هذا الاعتقاد أطرت بشكل سليم مفهوم المحفظة ونظرية المحفظة. وهناك عدة تعاريف قدمت للمفهوم المحفظة الاستثمارية نذكر منها ما يلي :

تعرف المحفظة الاستثمارية على أنها "هي أداة مركبة من أدوات الاستثمار لأنها تتركب من أصلين أو أكثر يتم استثمار الأموال بهما،"¹، وتعرف أيضا على أنها "هي كل ما يملكه الفرد من أصول حقيقية أو مالية من أجل تنمية قيمتها."²

كما تعرف أيضا على أنها "تعرف محفظة الاستثمار على أنها المجموعة الممزوجة المالية ، أو هي تلك المحفظة التي تضم مجموعة من الاستثمارات الفردية"³، وتعرف أيضا على أنها "هي بمثابة أداة مركبة من الأدوات تكون من أصلين أو أكثر وتخضع لإدارة شخص مسؤول عنها يسمى مدير المحفظة."⁴

1 - زياد رمضان، مرجع سابق، ص75.

2 - غازي فلاح المومني ، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة ، عمان ، دار المناهج للنشر والتوزيع ، 2009، ص17.

3 - محمد عبد الحميد محمد عطية ، مرجع سابق، ص409.

4 - محمد مطر، إدارة الاستثمارات الإطار النظر والتطبيقات العملية ، ط3، عمان، دار وائل للنشر، 2004، ص107.

ومما سبق يمكننا أن نحدد مفهومًا واسعًا للمحفظة وهي عبارة عن أداة مركبة من مجموعة من الأوراق المالية والأدوات الاستثمارية الأخرى، أو هي مجموعة من الأصول التي يمتلكها المستثمر سواء أكانت هذه الأدوات أصول حقيقية أو مالية بهدف الحصول على عائد بأقل درجة مخاطر والتي تتلائم مع رغبة المستثمر، وتوضع المحفظة الاستثمارية لإدارة مدير المحفظة الذي قد يكون هو مالك المحفظة أو يعمل باجر لدى مالكيها.

1 1 أهداف المحفظة الاستثمارية :

إن معظم المستثمرين يملكون محافظ استثمارية، لكنهم يختلفون في الأهداف لهذه المحافظ، فبعضهم لديه استعداد لتملك أصول مالية ذات درجة عالية من المخاطرة، لأنه يسعى إلى تحقيق أكبر قدر ممكن من الأرباح، في حين يفضل البعض الآخر اعتماد أسلوب متحفظ في الاستثمار حتى لو حصل على عائد أقل. وتتمثل الأهداف التي تدفع المستثمر للاستثمار في المحفظة على ما يلي¹:

- تحقيق أقصى عائد ممكن على رأس المال المحفظة: إن أهم هدف يسعى المستثمرين في الاستثمار في المحافظ الاستثمارية هو تحقيق أكبر عائد ممكن على رأس المال المحفظة.

- المحافظة على رأس المال الأصلي للمحفظة: تعتبر المحافظة على رأس المال الأصلي من أهم الأهداف التي يسعى إلى تحقيقها صاحب المحفظة الاستثمارية أو القائم بإدارة المحفظة، ومن هذا فإن المستثمر قد يتعرض لنوع من الخسارة نتيجة لانخفاض أسعار الأوراق المالية أو يتعرض لدرجة عالية من المخاطرة نتيجة لما تتمتع به الأوراق المالية من درجة مخاطرة عالية، إلا أن ذلك يتطلب ألا يصل إلى رأس المال الأصلي، فالمخاطرة إذن يجب أن تتمثل بنسبة معينة من العائد حيث يتطلب أن يكون هناك نوع من التوازن بين العائد والمخاطرة من أجل المحافظة على رأس المال المستثمر في المحفظة .

- استقرار تدفق الدخل (stability of income flow): بعد استقرار تدفق الدخل هدفًا أساسيًا من أهداف إدارة المحفظة الاستثمارية، حيث يتطلب من مدير المحفظة وخاصة الإدارة المحافظة على التدفقات النقدية للمحافظة الاستثمارية باعتبار الدخل مصدرًا مهمًا للمساهمين في أصول المحفظة.

1 - غازي فلاح المومني، مرجع سابق، ص 289.

- النمو في رأس المال (growth in capital): يعتبر النمو في رأس المال (زيادة رأس مال المحفظة) من أهم الأهداف التي تسعى إليها دائما إدارة المحافظ الاستثمارية أو المستثمرين بصفة عامة، ومن هذا المنطق فإنه يتطلب من إدارة المحفظة الاستثمارية المحافظة على نمو رأسمالها .
- التنويع (Diversification): يعتبر تنويع أصول المحفظة من أهم الأعمال التي تهتم بها إدارة المحفظة الاستثمارية حيث الهدف من عملية التنويع المتوازن هو الحصول على أكبر العوائد بأقل درجات المخاطرة .
- قابلية تحويل أصول المحفظة إلى سيولة : يتطلب هذا من إدارة المحفظة الاستثمارية إيجاد طريقة يمكن تحويل أصولها إلى سيولة

2- أنواع المحافظ الاستثمارية :

تنقسم المحافظ الاستثمارية عدة أنواع، أبرزها:

2 1 محافظ النمو (portfolio growth):

هي تلك المحافظ التي تهدف إلى تحقيق نمو مستمر في العائد ولذلك تكون الأدوات المختارة ذات مخاطر عالية وتضم الأسهم العادية مختلفة الشكل والإيراد والمخاطر المرتفعة نسبيا ويتطلب التعامل بهذه الأسهم إدارات محافظ متحركة نشطة تتطلب المتابعة والمراقبة باستمرار ومثل هذه المحافظ تهتم بالأرباح الرأسمالية¹.

2 2 محافظ الدخل (portfolio income):

إن محفظة الدخل عبارة عن المحفظة التي تهدف إلى تحقيق أعلى دخل للمستثمر بقليل من المخاطر ، وهنا تظهر كفاءة مدير المحفظة في البحث عن الأوراق المالية التي تدر على المستثمر بأعلى العوائد، فالدخل مثلا يأتي عن طريق الفوائد المدفوعة على السندات ، ولا بد من اختيار السند الذي يحقق أعلى فائدة بأقل وقت كذلك بالنسبة للأسهم وإن الدخل يتحقق عن طريق توزيعات الأرباح فلا بد من اختيار الأسهم التي

1 - دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص294.

توزع أرباح عالية وتكون قليلة المخاطر، وان الهدف الأول والأخير هو إيجاد دخل شهريا أو سنويا للمستثمر من المحفظة ويكون ذلك إذا تم اختيار أسهم الشركات الراسخة التي لا تتأثر بتقلبات السوق¹.

2 3 محافظ مختلطة (mixed portfolio):

هي المحفظة التي تجمع أسهما مختلفة يتميز بعضها بتحقيق العائد، وبعضها الآخر بتحقيق الربح ، وتعتبر هذا النوع المفضل لدى المستثمرين والذين يتطلعون إلى المزج بين المزايا والمخاطر التي تصاحب كل نوع من هذه المحافظ².

3 - المحفظة الاستثمارية المثلى (optimal investment portfolio)

ليست المحفظة المثلى مفهوما مطلقا ، وإنما هي مفهوم نسبي، لذا من الصعب نموذج عام وموحد يحدد مواصفاتها من وجهة نظر جميع المستثمرين. وعلى هذا الأساس فمصطلح المحفظة المثلى يعني كونها كذلك من وجهة نظر مستثمر معين فقط ، مستثمر له من الميول والاتجاهات ما قد يختلف عن ميول واتجاهات مستثمر آخر، مما يجعل محفظة مثلى بالنسبة لمستثمر رشيد معين.

وبالتالي يمكن تعريف المحفظة الاستثمارية المثلى على أنها " تلك المحفظة التي تكون من تشكيلات متنوعة من ومتوازنة من الأصول أو الأدوات الاستثمارية ، وبكيفية تجعلها الأكثر ملائمة لتحقيق أهداف المستثمر، مالك المحفظة أو من يتولى إدارتها. "

وإذا ما علمنا بأن المستثمرين أنماط مختلفة حسب اختلاف أهدافهم الاستثمارية، ويتوجب علينا حينئذ أن نتوقع وجود أنماط مختلفة للمحفظة المثلى. حيث وضح واضعو المحفظة نظرية المحفظة مفهوما اقتصاديا معروفا هو مفهوم المنفعة الحدية في تقسيم المستثمرين عامة في فئتين وذلك وفقا لمدى تقبلهم لمخاطر الاستثمار، وهاتان الفئتان هما³:

- فئة المستثمرين الرشيدين والمستثمر من هذه الفئة يكون بطبيعته متحفظا تجاه عنصر المخاطرة.
 - فئة المستثمرين المضاربين ويكون المضارب بطبيعة عاشقا للمخاطرة.
- ووفقا لنظرية المحفظة يحقق العائد على الاستثمار بالنسبة للمستثمرين درجات متفاوتة من الإشباع وذلك تبعا لتفاوت درجات المنفعة الحدية التي يحققونها، بما أن المنفعة الحدية للعائد على الاستثمار لدى

1 - غازي فلاح المومني، مرجع سابق، ص22.

2 - عصام حسين ، مرجع سابق، ص204.

3 - محمد مطر ، مرجع سابق، ص111.

المستثمر الرشيد تجعل حساسيته تجاه عناصر المخاطرة متزايدة باضطراب، مما يعني أن فرصة تلوح له لتحقيق عائد أعلى على استثماراته، ولكن بمخاطرة أعلى من المستوى العادي للمخاطرة المقبولة لديه، سيزيد من حساسيته تجاه عنصر المخاطرة وتجعله يتردد في قبولها.

بينما على العكس تماما، فإن المضارب يصبح أقل مبالاة للمخاطرة وبصورة متزايدة تقلل حساسيته تجاهها، كلما لاحت له فرصة استثمارية جديدة تعده بعائد أكبر على الاستثمار. حيث تندرج الغالبية العظمى للمستثمرين تحت النمط الأول وهو المستثمر الرشيد المتحفظ تجاه عنصر المخاطرة والذي يمكن وفقا لوجهة نظره تحديد إطار عام لمواصفات المحفظة المثلى بما يلي¹:

- تحق للمستثمر توازنا معقولا بين عنصري العائد والأمان أو المخاطرة

- تتسم أصولها بقدر كاف من التنوع الإيجابي مع مراعاة أن لا تقتصر أهداف مدير المحفظة على مجرد تنوع أصولها فقط، بل تشمل أيضا التنوع الجغرافي لأدوات الاستثمار فيها بما في ذلك آجال هذه الأدوات والعملات الأجنبية المقومة بها. وذلك حتى يكون بالإمكان تخفيض معظم المخاطر غير المنظمة التي تتعرض لها الاستثمارات بما فيها المخاطر السياسية، ومخاطر تقلبات أسعار الصرف الأجنبي.

- أن تحقق أدوات المحفظة حدا أدنى من السيولة أو القابلية للتسويق مما يوفر لمديرها ميزة المرونة التي تمكنه من إجراء أية تعديلات جوهرية يراها مدير المحفظة ضرورية وبأقل من الخسائر.

4- المحفظة الاستثمارية الدولية (International Investment Portfolio):

تعتبر من أدوات الاستثمار الحديثة التي أخذت تلاقي اهتماما متزايدا من قبل المستثمرين، و من أهم المزايا التي يوفرها هذا النوع من المحافظ للمستثمرين هي ميزة التنوع التي توفر سمة الأمان النسبي، و ذلك لأن المحفظ الدولية تكون في العادة متنوعة تنوعا جيدا، و ذلك من ثلاث زوايا وهي²:

- تنوع الأصول: وذلك لأنها تتكون من تشكيلة جيدة من الأصول المالية.

- التنوع الجغرافي: لأن رأس المال المحفظة يكون موزعا على أصول مالية في عدة دول.

1 - غازي فلاح المومني، مرجع سابق، ص112.

2 - محمود محمد الداغر، الأسواق المالية (مؤسسات - أوراق - بورصات)، عمان، دار الشروق للنشر و التوزيع، ص205.

- تنوع العملات: إذ بسبب التنوع الجغرافي لأصول المحفظة، تتنوع أيضا العملات التي تقيم بها هذه الأصول.

ويمكن تقسيم المحافظ الاستثمارية الدولية إلى الأنواع التالية¹:

4 1 - المحافظ العامة (The portfolios General): وهي عبارة عن صناديق استثمارية مشتركة ذات نسب محددة سلفا تطرح للاكتتاب العام وتكون هذه الصناديق مفتوحة أو مغلقة فإذا كانت مفتوحة فيكون طرحها إلى الاكتتاب العام مستمرا ومفتوحا أما في حالة الصناديق المقفلة فتطرح للجمهور ولفترة محددة تغلق بعدها .

4 2 - المحافظ الخاصة (The portfolios special): وهي المحافظ التي تتكون وفق رغبات أشخاص معينة أو هي في الواقع ملك وإدارة أصحابها أو بإدارة شركة مالية متخصصة ويمكن تقسيم هذا النوع إلى قسمين :

أ - المحافظ النقدية (The portfolios monetary): وهي عبارة عن المحافظ التي تتكون من عدد نم العملات الأجنبية ويمكن أن تكون مزيجا من ودائع أو شهادات إيداع ويفضل أن لا يقل رأس مال هذه المحفظة 100.000 دولار .

ب - المحافظ المركبة (The portfolios compound): وهي المحفظة المركبة من مزيج من العملات الأجنبية والأوراق المالية المختلفة من مختلف الأسواق المالية كسوق نيويورك أو سوق طوكيو بالإضافة للأوراق المالية المحلية وبفضل أن لا يقل رأس المال هذه المحفظة عن مليون دولار.

1 - غازي فلاح المومني، مرجع سابق، ص 256.

المطلب الثاني : تكوين المحفظة الاستثمارية

يسعى المستثمر أو مدير المحفظة إلى تكوين المحفظة الاستثمارية التي تتوافق مع ميولاته واتجاهاته، ومن أجل بنائها وتكوينها، ينبغي على المستثمر أن يأخذ بعين الاعتبار بعض المحددات والقيود والسياسات

1 محددات تكوين المحفظة الاستثمارية

هناك مجموعة من المحددات المتداخلة التي تلعب دورا كبيرا في التأثير على فاعلية تكوين محفظة

الاستثمار، ويمكن تناولها كما يأتي¹:

1 1 -النمو (Growth):

إن النمو هو المعدل المتزايد فيه الأصول المالية خلال فترة زمنية من الاستثمار، فإذا كان المستثمر يرغب بالحصول على معدل نمو ثابت ومستقر، فقد يولي الاهتمام بالاستثمار بالأوراق المالية قصيرة الأجل . أما إذا كان يرغب بالحصول على معدل نمو عالي خلال مدة من الوقت ، فعليه الاستثمار بالأوراق المالية طويلة الأجل أو في صناديق الاستثمار .

1 2 -العائد (Return):

وهو الفائدة أو الربح على السهم الذي يحصل عليه المستثمر من جراء استثماراته في الأوراق المالية وأهمية العائد تختلف من فرد إلى آخر حسب احتياجاته .

1 3 -المخاطرة (Risk):

تعتبر المخاطرة محددا مهما للاستثمار ، فدرجة المخاطرة التي يتحملها المستثمر تختلف من فرد إلى آخر، فالمستثمرون المحافظون سوف يبحثون عن فرص استثمارية تقدم لهم بعض الإجراءات الآمنة للسيطرة على عوائدهم ، مثل سندات التوفير الخالي من الخاطرة . أو المستثمرون الذين يرغبون في تحمل مخاطر عالية كما هو الحال بالاستثمارات في العقود الآجلة أو الخيارات .

إن جميع المحددات أعلاه (النمو ، والعائد، والمخاطرة) سوف يتغير خلال فترة الاستثمار، وكذلك تتطلب دراستها وأخذها بنظر الاعتبار عند بناء أو تكوين المحفظة الاستثمارية ، لكي يكون قرار الاستثمار مبنيا على أسس صحيحة لتجنب مخاطرة الاستثمار وتحقيق عوائد مناسبة .

1 - قاسم نايف علوان ، إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق، عمان، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص192.

2 - ضوابط وقيود تكوين المحافظ الاستثمارية:

يحتاج مدير المحفظة الاستثمارية حتى يتمكن من التسيير الحسن لهذه المحفظة ، إلى تحديد مسبق لقيود عدة أو ضوابط يقوم بمناقشتها مع صاحب المحفظة حتى تأتي المحفظة مطابقة تماما لرغباته واحتياجاته ، ويمكن تحديد هذه الضوابط والقيود فيما يلي :

2 1 ضوابط وقيود زمنية :

يقصد بالقيود الزمنية المدى الزمني (قصير ، متوسط، طويل) الذي يرغب صاحب المحفظة الاستمرار فيه مستثمرا لأمواله، حيث كلما زادت مدة الاستثمار كلما اتسع مدى الحركة أمام مدير المحفظة، كلما كان قادرا على القيام بعمليات التنويع والتوزيع للأوراق المالية التي ستحتويها بشكل سليم أو أكثر فعالية.

2 2 ضوابط وقيود رأسمالية :

وهي تتصل بكمية الأموال المتاحة لمدير المحفظة والتي يتم من خلالها شراء وحياسة الأوراق المالية وتكوين التوليفة أو المزيج المناسب من الأوراق المالية ، حيث كلما كانت الأموال والموارد المالية المتاحة لمدير المحفظة كثيرا كلما كانت قدرته على الشراء أو تمويل شراء مزيج مناسب من الأوراق المالية أكبر وأكثر توافقا .

2 3 ضوابط وقيود الحاجة إلى تسييل المحفظة :

حيث كثيرا ما يضع صاحب المحفظة قيودا على مدير المحفظة ، في شكل إمكانية تسييل المحفظة بالكامل، أو جانب كبير منها وبشكل فجائي ، أو في الأجل القصير لاعتبارات معينة ، مما يجعل مدير المحفظة يتخير أنواعا معينة من الأوراق المالية (أسهم ، سندات ، صكوك سريعة التداول عليها في البورصة) التي تحقق له الهدف ولا يختار أنواعا أخرى من الأوراق التي لا تتوافق مع هذا القيد .

2 4 ضوابط وقيود ضريبية والتزاميه :

كثيرا ما تعرض قوانين أو تشريعات ، مزايا وإعفاءات ضريبية معينة لأوراق مالية معينة أو لشركات بثاتها، أو مناطق جغرافية محددة ، أو لأنشطة ذات طابع خاص ، وقد تكون هذه الإعفاءات لفترات زمنية منصوص عليها ، نظير تحقيق شرط من الشروط. ومن ثم يكون مدير الاستثمار في البورصة على علم ومعرفة بهذا كله وما هو المطلوب بمراعاته عند تكوين محفظة الأوراق المالية من هذه الأوراق.

2 5 ضوابط وقيود المخاطر والأخطار:

تتنوع وتختلف درجة تحمل وتقبل الخطر من فرد إلى آخر ، ومن مستثمر إلى آخر ، ومن ثم فإن استعداد الفرد المستثمر للحصول على عائد مرتفع يعني في اللحظة ذاتها استعداده لتحمل مخاطر مرتفعة مقابل الحصول على هذا العائد .

2 6 ضوابط وقيود نفسية ومعنوية:

إن ميول ورغبات واحتياجات الأفراد ، واتجاهاتهم الاستثمارية وقراراتهم تتأثر بالميول والنوازع العاطفية وتفضيلات كل منهم، والتي تتدخل مجموعة من العوامل النفسية والمعنوية في تشكيلها.

3- الأنماط السياسية المتبعة في تكوين المحفظة :

إن نمط السياسة التي يتبناها مدير المحفظة في إدارة محفظته متأثر حتما على تشكيلة أصولها، أما السياسات المتعارف عليها من رجال الأعمال في مجال تكوين المحافظ فهي :

3 1 سياسة المخاطرة أو السياسة الهجومية :

هذه السياسة يتوجه إليها المستثمر المضارب لأن هدفه الأساس هو تحقيق أقصى عائد .فهو يفضل عنصر الربحية عن عنصر الأمان، ومنه فإن اهتمامه ينصب على الأرباح الناتجة عن تقلبات أسعار الأوراق المالية المشكلة للمحفظة ، ويطلق على هذا النوع من المحافظ محافظ رأس المال. أما عن الأدوات الاستثمارية المناسبة لهذا النوع من المحافظ فهي الأسهم العادية حيث تشكل حوالي 80% إلى 90% من قيمة المحفظة¹.

3 2 السياسات المتحفظة أو الدفاعية :

تهدف هذه السياسة لكسب أرباح شبه ثابتة بقليل من المخاطر، ولذلك يعتمد في الدرجة الأولى على السندات والأسهم المختارة حيث لا مخاطرة بها وان معدل الفائدة محدد والعائد ثابت وكما هو معروف يمكن أن تحتوي المحفظة على أسهم الشركات الكبيرة الراسخة المستقرة، حيث إن هذه الشركات لا تتأثر كثيرا في التغيرات الاقتصادية وتقلبات أسواق المال وخصوصا سوق الأوراق المالية. ويفضل تطبيق هذه السياسة عندما يكون الاقتصاد في حالة كساد وركود حيث أن أسهم الشركات الكبيرة القوية يكون تأثرها قليلا بالتغيرات الاقتصادية لذا سيكون هبوط أسعارها أقل بكثير من الهبوط أسعار الشركات النامية².

1 - السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص 227.

2 - غازي فلاح المومني، مرجع سابق، ص 24.

3 3 السياسة المتوازنة (الهجومية - الدفاعية)

تعتبر هذه السياسة وسطا بين النمطين السابقين ، ويتبناها غالبية المستثمرين الذين يراعون تحقيق استقرار نسبي في محافظهم يؤمن لهم جني عوائد معقولة بقبول مستويات معقولة من المخاطرة، وبذلك يوزعون رأسمال المحفظة على أدوات استثمارية متنوعة بكيفية تحق للمحفظة حدا أدنى من الدخل الثابت ، مع ترك الفرصة مفتوحة أيضا لجني أرباح رأسمالية متى لاحت فرصة مناسبة لذلك¹.

المطلب الثالث : إدارة المحفظة الاستثمارية

إن إدارة المحفظة هي عبارة عن إدارة الأموال ، أي توظيفها بهدف تعظيم ثروة المستثمرين بواسطة اختيار أدوات استثمارية تتلائم مع أهداف المستثمر. إن مهمة إدارة المحفظة من الأعمال الكبيرة وقراراتها من الأهمية كونها المعنية في اختيار التوقيت اللازم لاتخاذ قرار البيع والشراء بما يؤدي إلى تحقيق أهداف المحفظة وتنجم عن هذه القرارات اختيار الملائم من الأدوات الاستثمارية وضمها إلى المحفظة أو بيعها من المحفظة .

1 - أسس إدارة المحفظة (Foundations of portfolio management)

يختار المستثمر محفظته بما ينسجم واحتياجاته ، في إطار التركيز على العائد الأفضل عند مستوى معين من المخاطرة ، وتخفيضها عند أدنى مستوى مرغوب من قبل المستثمر . ولتحقيق هذا المبدأ ، فإن للمحفظة أسس لإدارتها لمقابلة الأهداف التي يسعى إليها مدير المحفظة وعلى وفق الآتي²:

2 - التخطيط (The planning):

يتطلب التخطيط للمحفظة تحديد الأهداف بوضوح لإمكانية الحد من المخاطر المحتملة، إذ أن الاختيار العشوائي لمكونات المحفظة يعرض المستثمر إلى صعوبات تترك أثارها على رأس المال المستثمر . عليه تتطلب المحفظة التفكير وتهيئة قائمة بالأوراق المالية كبداية متاحة تنسجم وأهداف المستثمر .

1 1 - التوقيت (The timing):

1 - زياد رمضان، مرجع سابق، ص 80.

2 - أرشد فؤاد التميمي ،أسامة عزمي سلام، مرجع سابق، ص 194-195.

تتحرك الأسعار في سوق الأوراق المالية نتيجة لتأثرها بالمناخ الاقتصادي والسياسي للبلد المعني، فتتقلب الأسعار بمعدلات تجعل من الصعوبة على المستثمر أن يشتري باستمرار بأدنى الأسعار والبيع بالسعر الأعلى. لذا فإن دراسة السوق واحتمالات نشاطه يساعد المستثمر بتوقيت دخوله إلى السوق أو الخروج منه، وتجنب الفورات غير المبررة في الأسعار.

1 2 -الحفظ والتعقل (the reservation and prudence):

يجب أن يكون هناك سلوك استثماري متزن عند إعداد وبناء محفظة الأوراق المالية ، طبقاً لمبدأ المنفعة . فالمستثمر الذي يدير محفظة عليه أن يحدد المستويات المرغوبة من المخاطر المحتملة تجنباً للأحداث غير المتوقعة ،التي قد يؤثر برأس مال المحفظة

1 3 -الإشراف والمتابعة (The supervision and follow-up):

إن تحركات الأسعار السوقية بصورة مستمرة وعدم الاستقرار النسبي بها ، تدعو مدير المحفظة أن يقوم بمراجعة دورية وإشراف مباشر لموقف مكونات محفظته ، إذ أن إستراتيجية الشراء والاحتفاظ دون متابعة وإشراف على ظروف السوق يعرض المحفظة إلى الخسائر ، التي قد تطول رأس المال المستثمر .

2 - طرق إدارة المحفظة (Portfolio Management Methods):

يمكن للمستثمر اختيار إحدى الطرق التالية لتسيير محفظته المالية¹:

2 4 الإدارة المباشرة (The direct management):

هذا النوع يقوم به مالك المحفظة ، ويصبح معقداً إذا كانت السوق متطورة ويتداول فيها العديد من الأوراق المالية، لأنه في هذه الحالة يتطلب لتسيير المحفظة الوقت والوسائل اللازمة لمتابعة تطور الأسعار والقيام بعمليات الشراء والبيع وإصدار الأوامر.

2 2 الإدارة بالوكالة (The Management by proxy):

في هذا النوع من التسيير يقوم المستثمر بتوكيل شخص وسيط للقيام بتسيير المحفظة لحساب المالك ، هذا الوسيط يتمثل في البورصة ، أو بنك معين أو مسير محفظة، هذه الوكالة هذه الوكالة تكون في شكل عقد يحدد فيه بدقة مجال تطبيق التسيير وتحديد مسؤوليات الأفراد المتعاقدة ، وكيفية تسديد مستحقات المسير .

1 - عصران جلال عصران، مرجع سابق، ص 220.

2 3 الإدارة الجماعية (the collective management):

يتم هذا التسيير عن طريق هيئات التوظيف الجماعي للأوراق المالية، حيث أن التنوع الكبير لشركات الاستثمار ذات رأس مال متغير والصناديق الجماعية للتوظيف يسمح بتكوين محافظ جيدة لهيئات التوظيف الجماعي للأوراق المالية والتي تتكيف مع حاجات المستثمرين .

3- إستراتيجية إدارة محافظ الاستثمار (Investment portfolio management strategy):

يتبع في إدارة المحفظة نوعان رئيسيان من الاستراتيجيات هي الإدارة الفعالة والإدارة السلبية¹:

3 1 - الإدارة السلبية لمحفظة الاستثمار (Passive management of portfolio investment)

وتتضمن الإدارة السلبية للمحفظة إستراتيجية شراء الأصل وحيازته ويشترط في السوق الذي يتبع بشأنه تلك الإستراتيجية شرطي الكفاءة وتجانس التوقعات حيث انه في ظل كفاءة السوق تكون الأصول مسعرة بصورة صحيحة وبالتالي لا يوجد دافع للتعامل على هذه الأصول بطريقة فعالة، كما أنه في حالة تجانس توقعات المستثمرين بشأن العوائد على الأصول والمخاطر والمحفظة السوقية فإنه أيضا لن تكون هناك حاجة للتعامل بطريقة فعالة حيث سيكون المستثمر مقتنعا بجيازة بعض التوليفات من الأصول خالية المخاطرة والمحفظة السوقية وهو المستثمر الفعال الذي لا يسعى إلى ضرب السوق إذا كانت تسمح له محفظته بمواجهة التزاماته .

3 2 - الإدارة الفعالة لمحفظة الاستثمار (The effective management of investment portfolio)

وتتضمن الإدارة الفعالة للمحفظة إجراء تعديلات جوهرية عليها ولا يعتقد مدير تلك المحفظة أن السوق يحقق شرط الكفاءة بل يرى أن الأصول المالية مسعرة بطريقة سلمية غير سليمة مما يؤدي إلى عوائد فائضة (حتى بعد التعديل ضد المخاطرة وتكاليف المعاملات) كذلك يعتقد مدير المحفظة أنه يوجد عدم تجانس في التوقعات حول العوائد والمخاطرة، ويعتقد أنه لديه تقديرات أفضل من السوق حول المخاطرة والعوائد الحقيقية للأصول .

1 - السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص 230.

4 - قياس إدارة المحفظة (portfolio management measurement):

4 1 تصنيف أداء مدير المحفظة :

بتصنيف أداء مدير المحفظة لأن القرار الاستثماري دائما له علاقة مباشرة مع صاحب القرار وقدرته على تحمل المخاطرة في حالة زيادة العائد المتوقع. ويتم تصنيف أداء مدير المحفظة بواسطة خط السوق ، ويمكن تصنيف أداء مدير المحفظة على النحو التالي :

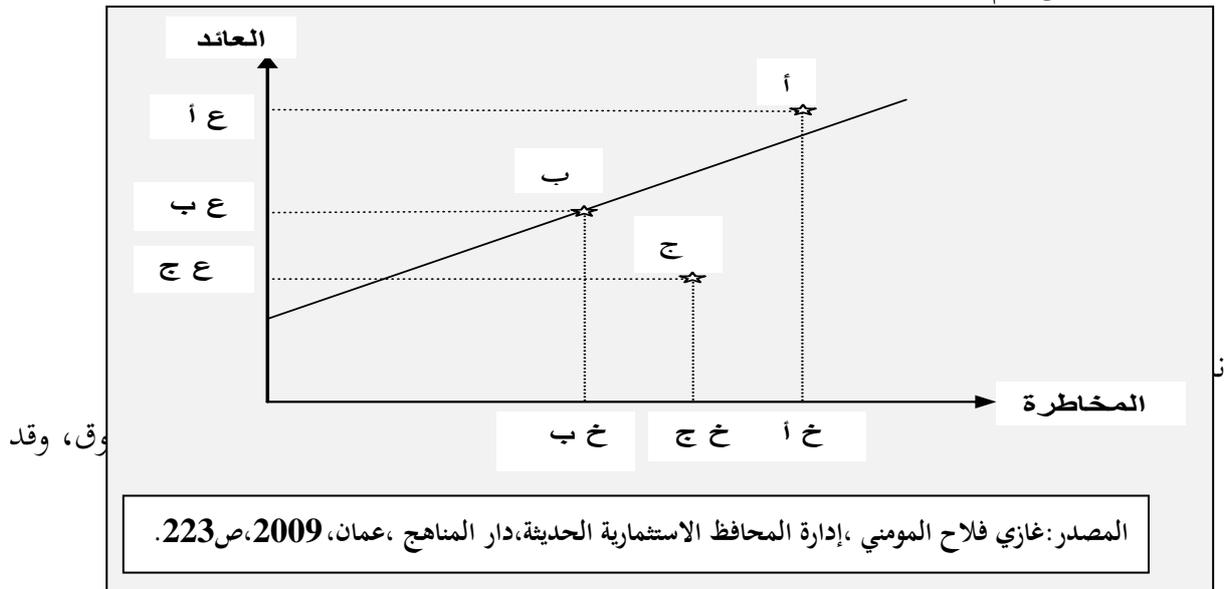
- أداء جيد : يكون أداء مدير المحفظة الاستثمارية جيد عندما يكون العائد للمحفظة أعلى من خط السوق.

- أداء مقبول : يكون أداء مدير المحفظة الاستثمارية مقبول عندما يكون العائد للمحفظة على خط السوق.

- أداء غير مقبول: يكون أداء مدير المحفظة الاستثمارية غير مقبول عندما يكون عائد للمحفظة تحت خط السوق.

ويمكن توضيح ذلك بالشكل التالي:

الشكل رقم (2-2): تصنيف أداء المحفظة



✓ أما أداء المحفظة (ب) فهو مقبول حيث تقع هذه المحفظة على خط السوق أي إن معدل عائد المحفظة يساوي معدل عائد السوق عند مستوى المخاطرة في ب أي أن المحفظة ب حققت عوائد ع ب بمخاطرة معقولة وهي خ ب.

✓ أما أداء المحفظة (ج) فهو غير مقبول لسبب أن عوائد هذه المحفظة ب قد حققت عوائد ع ب والمحفظة ج حققت عوائد ع ج ولكن بأقل مخاطرة وهي خ ب بدل خ ج .

✓ إذا قارنا المحفظة (ب) والمحفظة (ج) نجد أن المحفظة ب قد حققت عوائد ع ب والمحفظة ج حققت عوائد ع ج ولكن بأقل مخاطرة وهي خ ب بدل خ ج . وهو يدل على أن مدير المحفظة ب قد كانت قراراته أكثر صحة ودقة ، وتأثير هذه القرارات على تحقيق عوائد مالية والتي تسمى بتأثير الإدارة والتي تعتمد على عاملين وهما : التوقيت ، والاختيار الصحيح .

المبحث الرابع : الاستثمار الأجنبي غير المباشر (محدداته ودوافعه، واتجاهاته الحديثة)

بالرغم من محاولة العديد من الدول التوفيق بين تدفقات الاستثمارات الدولية ودفع عجلة النمو الاقتصادي إلا أن ذلك لم يخلو من حدوث أزمات التي ضربت اقتصادياتها، ونتيجة لكون الاستثمار الأجنبي غير المباشر نوع من الاستثمار الدولي فإنه هو الآخر على غرار الأنواع الأخرى تحكمه مجموعة من المحددات والدوافع.

المطلب الأول : محددات الاستثمار الأجنبي غير المباشر

إن قدرة الدول على جذب رؤوس الأموال الأجنبية وتوجه المستثمر الأجنبي نحو الأسواق المحلية، يعتمد على مجموعة من العوامل والمحددات التي تعدّ المحرك لتلك التدفقات في رؤوس الأموال الدولية ، ولاسيما تدفق الأموال الأجنبية نحو الأسواق الناشئة وكذلك الأسواق المالية للدول العربية ، وتوجد نوعين من العوامل و المحددات وهي كما يلي:

1 - العوامل الداخلية (عوامل الدفع) (the internal factors):

وتشمل مجموعة من العوامل داخل البلدان والتي من شأنها أن تشجع على جذب المستثمر الأجنبي ، وتنقسم إلى مجموعتين : عوامل تتعلق بالسياسات الاقتصادية الكلية ، ومنها ما تتعلق بهيكل سوق الأوراق المالية.

1 1 السياسة الاقتصادية الكلية (the macro-economic policy):

تتمثل السياسة الاقتصادية الكلية في معدل النمو الاقتصادي والحوافز الضريبية وسعر الصرف وبعض العوامل الاقتصادية الأخرى.

1 1 1 - النمو الاقتصادي (the Economic growth):

إن الإصلاحات الاقتصادية والتشريعات المشجعة على الاستثمار في محفظة الأوراق المالية وسائر الاستثمارات المباشرة سوف تؤدي بالتأكيد إلى خلق مناخ موات للمستثمرين الأجانب لأن النمو الاقتصادي يؤدي إلى نمو في أرباح المشروعات والى تخفيض لعلاوات الخطر ولمعدلات الاحتساب بالقيمة الحالية.¹

1 - وسام ملاك ، مرجع سابق، ص119.

1 4 2 الحوافز الضريبية (the tax incentives):

لقد استخدمت غالبية الدول الحوافز الضريبية لتشجيع الاستثمار الأجنبي، سواء بتخفيض نسبة الضريبة أو الإعفاء الكامل منها، كذلك اتجهت هذه السياسات إلى إجراء التخفيف من القيود المفروضة على الملكية، بتخفيف الإجراءات وتبسيطها والسماح للأجانب بالتملك للمشروعات بنسبة 100% لجذب الاستثمارات الأجنبية¹.

1 4 3 سعر الصرف (Exchange rate):

يعتبر سعر الصرف حافزا جيدا للاستثمار الأجنبي، حيث يزداد نصيب الدولة من الاستثمار الجاني غير المباشر عندما تكون عملة الدولة المضيفة ضعيفة نسبيا بالمقارنة بعملة الدولة الأم التي ينتهي إليها المستثمر الأجنبي سواء كان شركة أو فرد، وذلك لأن تخفيض عملة الدولة المضيفة يؤثر بالإيجاب على تدفق الاستثمار الأجنبي غير المباشر، فتخفيض قيمة العملة يخفض من تكاليف الاستثمار إذا ما قورنت بالتكاليف في الدولة الأم مما يجعل الاستثمار أكثر ربحية للمستثمر.

2 - العوامل الاقتصادية (Economic Factors):

إن من أهم العوامل الاقتصادية التي تؤثر نصيب الدولة من الاستثمار الأجنبي غير المباشر، الناتج الوطني الإجمالي، معدلات النمو، مستوى التضخم، أسعار الفائدة، هيكل الجهاز المصرفي، حيث تمثل هذه العوامل أهمية كبرى في اتخاذ القرارات الاستثمارية بالنسبة للمستثمرين الأجانب، حيث كلما زادت القوة الاقتصادية لدولة ما كلما جعلها ذلك موقعا مرغوبا من قبل المستثمرين.

3 - السياسة المالية والنقدية (fiscal and monetary policy):

اتجهت الدول إلى تحرير القطاع المصرفي وإجراء الكثير من الإصلاحات المالية والنقدية بما ييسر حركة رؤوس الأموال وإلغاء القيود المفروضة على تحويل الأرباح إلى الخارج، وذلك من أجل جذب رؤوس الأموال الأجنبية للاستثمار. كذلك اتجهت الدول إلى تحرير أسواق المال وتقديم حوافز تشجيعية للعمل فيها، للدفع بهذه الأسواق نحو النمو والتفاعل مع الأسواق الدولية المختلفة، وجذب رؤوس الأموال للاستثمار في محافظ

1 - نشأت عبد العال، مرجع سابق، ص 255.

الأوراق المالية، حتى يمكن التوفير اللازم للمشروعات الاستثمارية ، ومن هذه الحوافز منح حرية تحويل أرباح حافظة الأوراق المالية إلى الخارج دون قيود¹.

• هيكل سوق رأس المال (capital market structure):

إن وجود إطار تنظيمي تشريعي يحكم وينظم أنشطة الاستثمار في سوق المال من العوامل الهامة المؤثرة والمحددة لاتجاهاته ، ولكي يكون الإطار التشريعي جاذبا للاستثمارات الأجنبية غير المباشرة لابد من توافره على قانون موحد للاستثمار يتمتع بالوضوح والشفافية ويتوافق مع التنظيمات الدولية وكذا وجود ضمانات كافية لحماية المستثمر من أنواع معينة من المخاطر.

2- العوامل الخارجية (عوامل الدفع) (The external factors):

تتضمن العوامل الخارجية مجموعة من العوامل التي ترتبط بالبيئة الاستثمارية العامة في الخارج والتي توجه المستثمر نحو الأسواق المحلية ، فهي خارج سيطرة الدولة المضيفة ، واهم هذه العوامل هي:

1 - الدورات الاقتصادية (The Economic cycles):

إن الدورات الاقتصادية التي تحدث في الدول المتقدمة والتي تترافق في بعض الحالات مع حدوث انخفاض في معدلات الفائدة القصيرة والمتوسطة والطويلة الأجل ، مما يدفع المستثمرين في تلك الدول إلى البحث عن فرص بديلة ذات عوائد مرتفعة لتوظيف أموالهم. إذ أنه عندما تكون معدلات الفائدة أو معدلات العوائد على الأوراق المالية الأجنبية أكثر منها في الأوراق المالية المحلية للمستثمر ، فإن ذلك سيدفع هذا الأخير إلى توجيه أمواله للاستثمار في الموجودات المالية للدول الأجنبية. إذ تعد معدلات الفائدة السائدة أهم محددات الدول التي تتمتع بمعدلات فائدة مرتفعة ، إذ إن الزيادة في معدلات الفائدة الحقيقية وهي المعدلات التي تتكيف مع معدل التضخم المتوقع (سوف تجذب رأس المال الأجنبي)، كما إن البيئة الانكماشية في الدول الصناعية ولا سيما في الولايات المتحدة كانت بمثابة المحددات الأساسية لزيادة تدفقات رؤوس الأموال الخاصة إلى الدول النامية ولا سيما الاستثمار في المحفظة².

2 - اتجاه الأسواق المالية إلى التكامل:

1 - نشأت عبد العال ، مرجع سابق، ص255.

2 - أياد طاهر محمد، مرجع سابق، ص109.

إن اتجاهات التكامل الاقتصادي وتشكيل التكتلات الاقتصادية ، وانتهاج هذه التكتلات سياسة تحرير التجارة والاستثمار ، محاولة لتفعيل هذه التكتلات في ظل المنافسة الدولية، وقد زادت أهمية التكتلات عقب توقيع اتفاقيات جولة أورجواي للجنة الجات، وهو ما أدى إلى زيادة المنافسة في الأسواق الدولية والتسابق على جذب المزيد من الاستثمارات الأجنبية. وكما أن تطور الأسواق المالية وتكاملها ، مع ارتفاع رسمة الأسواق في العالم أدى إلى اتساع أسواق المال ، وذلك بوصول الخدمات المالية والمصرفية إلى الأسواق الدولية المختلفة ، ومن ثم زيادة نشاط المضاربات المالية، ودخول الاستثمارات المالية مرحلة انتشار واتساع أكبر ، حيث مكنت كثير من الأفراد من الاستثمار المالي في شبكة البورصات العالمية بسهولة، ومن ثم تكوين مدخرات عالمية تتفاعل يوميا داخل هذه البورصات ، وهو ما جعل نشاط المضاربات المالية له أهمية كبيرة للاقتصاديات الدولية، وأصبحت البورصات مركز ثقل له أهمية¹.

- الاتجاه نحو الاستثمار في الأسواق العالمية :

إن الاتجاه نحو الاستثمار في الأسواق العالمية احد أهم الاتجاهات الحديثة في مجال الاستثمار فقد ظهرت فرصة الاستثمار على مدار اليوم في أسواق مالية تقع في دول مختلفة ولم يعد المستثمر محصور في السوق المحلي فقط ، إذ شهدت أسواق المال الأجنبية نموا سريعا أتاح للمستثمرين فرصة زيادة العائد وتقليل المخاطرة من خلال الاستثمار الدولي².

المطلب الثاني : دوافع الاستثمار الأجنبي غير المباشر

هناك العديد من الدوافع التي من شأنها قيام ونشأة الاستثمار الأجنبي غير المباشر، ومن أهم هذه الدوافع، الاستفادة من مزايا التنوع الدولي بالإضافة إلى المضاربة.

1 - الاستفادة من مزايا التنوع الدولي :

يسعى المستثمر الأجنبي من الاستثمارات الدولية إلى تحقيق غايتين أساسيتين هما : الأولى تتمثل في بحثه عن قيم أجنبية توفر مردودية أعلى من تلك التي يمكنه الحصول عليها فيما لو اقتصر محتوى محفظته على أوراق مالية محلية. أما الثانية فتترتب بتقليص إجمالي الخطر الذي تعرض له المحفظة، وهي تتحقق عبر

1 - نشأت عبد العال ، مرجع سابق، ص254.

2 - أياد طاهر محمد، مرجع سابق، ص109.

التنوع الدولي لمكونات المحفظة المذكورة. إذ أنه ولو تحقق التنوع المطلوب لمحفظة الأوراق المالية المحلية، فإن ذلك لا يمكن أن يؤدي إلى إزالة الخطر طالما أن الاستثمار ينحصر في مركز مالي واحد. فإضافة قيم أجنبية ، حتى ولو كانت عرضة لخطر مرتفع، إلى محفظة الأوراق مالية محلية يؤدي بالتأكيد إلى تقليص الخطر الإجمالي لتلك المحفظة، شريطة أن يكون الارتباط بين هذه القيم الأجنبية والسوق المحلي ضعيفا . إلا أن هناك وجهات نظر معارضة للتنوع الدولي تركز إلى كون الخطر الإضافي الناجم عن تبدل أسعار الصرف، الذي يتعرض له المستثمر، يبقى أهم نسبيا من تقليص الخطر الحاصل نتيجة التنوع المذكور. هذه الذريعة تناقضت فعليا مع العديد من الدراسات التجريبية ومن نتائج سياسات التنوع المعتمدة من قبل بعض مديري المحفظة الأوراق المالية. ويلاحظ عادة أن خطر المحفظة ، التي يتنوع تركيبها الدولي، هو أدنى نسبيا من خطر المحفظة المستثمرة في أي من الأسواق الناشئة¹.

يرجع الاهتمام بنظرية المحفظة وتطبيقاتها في مجال الاستثمارات الدولية إلى الدراسات التي قام بها مجموعة من الباحثين والتي اعتمدت على تحليل العائد المتوقع والتباين لذلك العائد، أي أنها اعتمدت على فكرة ماركوتيز في شأن التنوع للوقوف على المزايا التي يمكن الحصول عليها من خلال التنوع الدولي. وقد توصلت هذه الدراسات إلى الآتي²:

- يمكن تحقيق مكاسب ضخمة من خلال التنوع الدولي سواء من حيث العوائد المتوقعة من المحافظ الاستثمارية أو من خلال الانخفاض في المخاطر.
- بفضل التنوع الدولي يمكن التخلص من المخاطر غير المنتظمة والحد من المخاطر المنتظمة طالما أن معاملات الارتباط بين الدول المختلفة لا بدد وأن تكون أقل من الواحد الصحيح ، وبالتالي أصبح الاستثمار الكوني هدفا للعديد من المستثمرين سعيا وراء تحقيق التوازن بين العائد والمخاطر.
- قد أظهرت الدراسات المختلفة أن معاملات الارتباط بين أسواق المالية الدولية كانت بالفعل منخفضة بسبب اختلاف الخصائص السياسية والاقتصادية لكل منها.

1 - وسام ملاك ، مرجع سابق، ص 120.

2 - قاسم نايف علوان، مرجع سابق، ص 358-359.

- كما أظهرت الدراسات أن المخاطر تتناقص كلما زاد عدد الأسهم الأجنبية حيث أن درجة مخاطر المحفظة المكونة من أسهم أمريكية، تبلغ ضعف مخاطر المحفظة المماثلة في الحجم والتي تشمل على أسهم أجنبية .

- أثبتت دراسات أخرى أن التنوع يمكن أن يؤدي إلى زيادة عائد المحفظة دون أن تزداد مخاطر العوائد.

1 - المضاربة (speculating):

تعتبر المضاربة هي الدافع الثاني من دوافع الاستثمار الأجنبي في الأسواق المالية الناشئة، حيث تتسم هذه الأسواق بتواضع مستوى الكفاءة أو انعدامها، وبالتالي يسعى المستثمر تحقيق أرباح غير عادية من جراء الاستثمار في هذه الأسواق خاصة وأن أرباح الاستثمار في الأوراق المالية معفاة من الضريبة كما هو الحال في العديد من الأسواق المالية الناشئة. ويأمل المستثمر الأجنبي في الاستثمار في أحد الأسواق المالية الناشئة التي تتسم بانخفاض الوعي الاستثماري لدى المستثمر المحلي بالإضافة تمتع السوق بالإعفاءات الضريبية، كالإعفاء الضريبي على أنشطة أسواق الأوراق المالية، بالإضافة إلى سعيه إلى الاستثمار في أحد البلدان التي تتمتع باستقرار نسبي في سعر الصرف حتى يكون في مأمن من مخاطر تغير سعر الصرف¹. إن اتساع أسواق المال الدولية أدى إلى زيادة نشاط الاستثمارات الدولية، حيث توجهت بصورة واسعة نحو تفضيل المضاربات المالية، لتحقيق الأرباح والبعث قدر الإمكان عن الاستثمارات طويلة الأمد التي قد تتعرض فيها للخسارة². ومما لا شك فيه أن مضاربة المستثمر الأجنبي في السوق المالي الناشئ مؤداها تحقيق خسائر يبنى بها المستثمر المحلي، أو بمعنى آخر أن الأرباح الهائلة التي تحققها المؤسسات الأجنبية، ومعظمها صناديق استثمار، تكون مقابل خسائر يتحملها المستثمر قليل المعرفة والخبرة بأمور التحليل الاستثماري. حيث أنه من المعروف أن منطق السوق هو تحقيق المعادة الصفرية وبمقتضاها أن مكاسب طرف تعادل خسائر الطرف الآخر وعليه فإن الأرباح غير العادية التي يحققها المستثمر الأجنبي في الأسواق المالية الناشئة من شأنها انتقال صريح لثروة خارج حدود الإقليم .

1 - هشام محمد فرج، مرجع سابق، ص 21.

2- نشأت عبد العال، مرجع سابق، ص 254.

وثمة أحد الآراء المنادية بتشجيع نشأة وتكوين صناديق الاستثمار في الأسواق المالية الناشئة، حيث يعني تواجدها نجاح سياسات الاستثمار في بلد ما في اجتذاب رؤوس الأموال الأجنبية، إلا أن هذا الرأي مردود عليه، بأن وجود مثل هذه الصناديق في أحد الأسواق المالية الناشئة يمثل عبء على هذا السوق حيث أن مخاطرها تفوق مزاياها ومن الخطأ النظر إلى مواردها على إنها رؤوس أموال أجنبية بنجاح السوق في اجتذابها، حيث أن تلك الصناديق تتعامل في أسهم محلية، بغض النظر عن معدلات أداء الشركات التي تستثمر فيها، وكيفية تطوير أداء السوق.

ولللخروج من هذا المأزق، فإن الولايات المتحدة الأمريكية استخدمت المعيار الضريبي محاولة منها لتشجيع المستثمر على الاستثمار وليس المضاربة، حيث يقضي المعيار الأمريكي بأنه إذا كان 30% من الأرباح المتولدة، ناتجة عن استثمارات لم تبقى في حوزة المؤسسة ثلاثة أشهر أو أكثر فتفرض عليها ضريبة على الأرباح التي تحققها¹.

المطلب الثالث : اتجاهات الاستثمار الأجنبية ودور الدول العربية في جذب الاستثمارات الدولية

تطلبت جهود الدول في توفير حماية الاستثمار الاجنبي المباشر مد نطاق الحماية إلى استثمارات محفظة الأوراق المالية وزيادة تحرير تدفقات رأس المال. ففي الدول المتقدمة تضاعف منذ السبعينات، تحرير تدفقات رأس المال.

1 - حجم واتجاه الاستثمار الاجنبي المباشر :

لقد تزايد الاهتمام بدراسة سلوك واتجاهات الاستثمار الاجنبي في العقدين الأخيرين نتيجة العولمة والانفتاح الاقتصادي الذي يشهده العالم، ففي الدول المتقدمة تضاعف منذ السبعينات، تحرير تدفقات رأس المال، بينما في الدول النامية، ورغم انخفاض درجة التحرير المالي بوجه عام، إلا أن خطوات التغيير أصبحت أسرع من ذي قبل، وتمكنت بعض الدول النامية من إزالة القيود المفروضة على تدفقات الاستثمار أمام المستثمرين الأجانب تماما، كما تبنت بعض الدول النامية عملية تحرير حساب رأس المال، هذا بالإضافة إلى اتساع نطاق تحرير تعامل المواطنين في العملات الأجنبية وزيادة اتجاهاتهم إلى حيازة ودائع بالعملات الأجنبية في البنوك المحلية. ويبين الجدول التالي حجم الاستثمار الاجنبي في العالم ومجموعات الدول المتقدمة

1 - هشام محمد فرج، مرجع سابق، ص 22.

الفصل الثاني: الاستثمار الأجنبي غير المباشر

والبلدان النامية للوقوف على حجم هذا النوع من الاستثمارات وتوجهه خلال فترات الدراسة (2008-2013).

جدول رقم (2-2): الاستثمار الأجنبي المباشر في العالم ومجموعات الدول المتقدمة والبلدان النامية (مليون دولار)

السنوات	العالم		الدول المتقدمة		الدول النامية	
	الداخل	الخارج	الداخل	الخارج	الداخل	الخارج
2008	1818834	1999326	1032385	1599317	668758	1999326
2009	1221840	1171240	618595.7	846305.5	532580.1	276664.5
2010	1422255	1467580	703474.1	988769.4	648207.6	420919.4
2011	1700082	1711652	880406.2	1215690	724839.9	422581.8
2012	1330273	1346671	516664.3	852708.4	729449.2	440163.8
2013	1451965	1410810	565625.8	857568.1	778372.4	454066.9

المصدر: منظمة الأونكتاد (مليون دولار)

في ضوء استعراض بيانات الجدول يتضح الاتجاه العام لحجم الاستثمار الأجنبي المباشر، حيث شهدت بداية فترة الدراسة ارتفاعاً مستمراً في حجم الاستثمارات من وإلى مجموعة الدول المتقدمة والدول النامية، وفي سنة 2011 بلغ أعلى مستوى له بالنسبة للدول المتقدمة واتجه بعد ذلك بالانخفاض. أما بالنسبة للدول النامية فقد استمر ارتفاع مستوى الاستثمار الأجنبي الداخلى ليبلغ نحو 778372.4 مليون دولار. في حين تشير البيانات إلى ارتفاع حجم الاستثمار الأجنبي المباشر المتجه للدول النامية حتى في بعض الفترات التي شهد العالم ككل انخفاضاً في حجم الاستثمار الأجنبي المباشر كما هو في عام 2012. مما تشير أن الاستثمارات الأجنبية متجه نحو الدول النامية وذلك راجع لتحسن اقتصادياتها وتوفر الفرص الاستثمارية فيها.

2 - حجم واتجاه الاستثمار الأجنبي غير المباشر :

اتخذت الدول النامية إجراءات عديدة لزيادة استثمارات الأجنبية غير المباشرة، حيث تضمنت خفض القيود على التدفقات الرأسمالية خاصة القيود المفروضة على ملكية الأجانب من خلال الاستثمار الأجنبي، وتحرير التدفقات المالية في حساب رأس المال، وعلى ذلك أصبحت الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة في الأسهم بالدول النامية تتضمن بيع وشراء حصص الشركات الأجنبية في سوق الأسهم المحلية ، كما أصبحت العديد من أسهم منشآت الدول النامية مدرجة بقوائم الأسهم في أسواق الدول النامية . وكما تجدر الإشارة أن قاعدة الأمان التي وفرتها أسعار الصرف الثابتة قد انهارت تماما في ظل تعويم أسعار الصرف ، وقد أصبحت الاستثمارات الأجنبية خاصة المالية عرضة للعديد من المخاطر نتيجة تقلب أسعار الصرف. والملاحظ أن عوامل الأمان الدافعة للاستثمار الأجنبي إلى البلدان المضيفة أصبحت تدور حول محور تحرير الأسواق المالية، بمعنى إزالة القيود والعوائق أمام حركة رأس المال الدولي، مع توفير الأمان له في حركته داخل السوق الدولية. ولكن بقيت الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة في الأسواق المال العربية محدودة نسبيا، فقد أظهرت البيانات أن استثمار غير السعوديين بما فيهم الخليجيين والعرب والأجانب المقيمين والأجانب عبر اتفاقيات المبادلة، أن الاستثمار الأجنبي في سوق المالية السعودية في عام 2013 قد سجل صافي تدفق ايجابي بنحو 6.08 مليار ريال .

وفي ما يتعلق بسوق المالي التونسي فقد سجل الاستثمار الأجنبي خلال الربع الأخير من عام 2013 صافي تدفق سالب بلغ نحو 76.58 مليون دينار. حيث بلغت قيمة مشتريات الأجانب نحو 71.14 مليون دينار قابلها مبيعات بقيمة 147.72 مليون دينار ، وقد سجل شهر ديسمبر أكبر تدفق سالب للاستثمار الأجنبي في البورصة بنحو 74.08 مليون دينار تونسي، الأمر الذي يشير إلى سهولة خروج المستثمر الأجنبي غير المباشر من الأسواق المالية. وفي ما يتعلق بسوق الدوحة فان تعاملات المستثمرين الأجانب في البورصة حققت تدفق موجب خلال الربع الأخير من عام 2013 ، فقد بلغت عمليات الشراء بنحو 6750 مليون ريال مقابل قيمة مبيعات بنحو 5834.6 مليون ريال قطري¹.

1 - صندوق النقد العربي، النشرة الفصلية لقاعدة بيانات الأسواق العربية ، ديسمبر ، 2013.

خلاصة الفصل الثاني :

من خلال ما تطرقنا إليه في هذا الفصل، حاولنا أن نظهر أهمية الجانب النظري للدراسة، انطلاقاً من تحديد مفهوم الاستثمار الأجنبي غير المباشر وأهميته، بالإضافة إلى تحديد العوامل المحددة في الاستثمار الأجنبي غير المباشر والتي يمكن تصنيفها إلى عوامل داخلية (عوامل الجذب) وإلى عوامل خارجية (عوامل الدفع)، بالإضافة إلى دوافع كل من المستثمرين الذين يرغبون في التنويع الدولي الذي يحقق لهم عوائد مرتفعة ودرجة خطورة منخفضة، إلى جانب الاستفادة من إمكانية المضاربة في الأسواق العالمية التي لهم أرباح رأسمالية قد لا يستطيع تحقيقها في السوق المحلية.

إن للاستثمارات الأجنبية غير المباشرة إيجابيات كثيرة اقتصاديات الدول المضيفة وعلى سوق الأوراق المالية بصفة خاصة، حيث تلعب دوراً هاماً في تطوير وتنشيط السوق من خلال زيادة السيولة وعمق السوق وكذلك عدد الأسهم المتداولة وزيادة في الإصدارات الجديدة، إلا أن هذا النوع من الاستثمار يمتاز بصعوبة تحكم فيه وضبط إيقاعها، إذ قد تنسحب هذه الاستثمارات بصورة مفاجئة، وفي شكل موجات بيع نتيجة عدة عوامل ما يؤثر سلباً في استقرار سوق الأوراق المالية في البلد المضيف كما حصل في الأزمة المالية العالمية الأخيرة. ومن أجل توضيح آثار الاستثمار الأجنبي غير المباشر، سنقوم في الفصل الموالي بدراسة قياسية لتوضيح آثار الاستثمار الأجنبي غير المباشر على سوق الأوراق المالية .

الفصل الثالث

دراسة تطبيقية لأثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء
سوق الدوحة للأوراق المالية

تمهيد :

لقد تطرقنا في الفصل الأول إلى الإطار النظري للأسواق المالية مركزين على سوق الأوراق المالية مع عرض لمفهوم الكفاءة السوقية في أسواق الأوراق المالية وأنواعها المختلفة،بالإضافة على تحديد مفهوم وأدوات التحليل الاستثماري،أما الفصل الثاني فقد تم التطرق فيه على الاستثمار الأجنبي غير المباشر من خلال تحديد مفهومه ودوافعه ومحدداته .

بينما في هذا الفصل قمنا بالدراسة التطبيقية،حيث تم دراسة أثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة (2008 - 2013)، بالاعتماد على مجموعة من الأساليب الإحصائية،ويهدف هذا الفصل إلى الإلمام بكافة الجوانب النظرية لسوق الدوحة للأوراق المالية،وعرض لأدائه وتطور بعض المؤشرات الاقتصادية الكلية، كما سنقوم بدراسة اختبار كفاءة سوق الدوحة للأوراق المالية مستخدماً بذلك أهم الأساليب الإحصائية متمثلة في دراسة استقرارية السلاسل الزمنية.

كما حاولنا القيام بدراسة قياسية لأثر الاستثمار الأجنبي على أداء السوق ، وذلك بدلالة مؤشر سوق الدوحة أي دراسة العلاقة بين الاستثمار الأجنبي ومؤشر السوق ومدى تأثيره فيه. ولتوضيح كل هذه المفاهيم تطرقنا في هذا الفصل إلى ما يلي :

المبحث الأول :تقديم سوق الدوحة - قطر للأوراق المالية

المبحث الثاني: دراسة استقرارية مؤشر سوق الدوحة

المبحث الثالث : نمذجة قياسية لمؤشر السوق بدلالة الاستثمار الأجنبي غير المباشر

المبحث الأول: تقديم سوق الدوحة - قطر للأوراق المالية المطلب الأول: الأساس التنظيمي لسوق الدوحة - قطر للأوراق المالية 1 - النشأة

تأسست سوق الدوحة للأوراق المالية عام وذلك وفقاً للقانون رقم 14 لسنة 1995 المتعلق بإنشاء سوق الدوحة للأوراق المالية حيث جاء فيه أن سوق الدوحة للأوراق المالية تتمتع بالشخصية المعنوية المستقلة، وتكون لها أهلية التصرف في أموالها وإدارتها وحق التقاضي ويكون مقرها الرئيسي مدينة الدوحة حيث تخضع لإشراف الوزير وبدأت عملها رسمياً في عام 1997م ومنذ ذلك الوقت تطورت البورصة لتصبح واحده من أهم أسواق الأسهم في منطقة الخليج.

وفي يونيو 2009، قامت شركة قطر القابضة، وهي الذراع الاستثماري لجهاز قطر للاستثمار، بتوقيع اتفاقية مع بورصة NYSE Euronext من أجل تشكيل شراكة إستراتيجية بهدف تحويل سوق الدوحة للأوراق المالية إلى بورصة دولية وفقاً لأعلى المستويات، كما وفرت هذه الشراكة فرصة قيمة لبورصة NYSE Euronext في إثبات وجودها المهم في الشرق الأوسط. كما أُعيدت تسمية السوق لتأخذ اسم بورصة قطر بعد توقيع اتفاقية الشراكة. حيث تمثل هذه الاتفاقية بداية مرحلة جديدة بالنسبة لبورصة قطر. وقد ساعدت هذه الشراكة على جعل بورصة قطر سوقاً من الطراز العالمي وتعزيز مركز الدوحة لتكون مركزاً مالياً إقليمياً حيث يجري العمل على استحداث منتجات جديدة ليتم تداولها في البورصة وتعزيز الإمكانيات التكنولوجية وتسهيل إمكانية دخول المستثمرين والجهات المصدرة إليها¹.

في نهاية سنة 2010، كانت البورصة قد أتمت عملية الربط مع الأسواق العالمية التابعة لبورصة NYSE Euronext من خلال شبكة بنية التداول التحتية المالية الآمنة لتساعد على تسهيل دخول المستثمرين الأجانب إليها. وتسعى البورصة لتكون سوقاً جاذبة للجهات المصدرة المحلية والإقليمية التي تسعى لزيادة رأسمالها و استقطاب المستثمرين الذين يطمحون لتداول الأوراق المالية ومنتجات المشتقات، وستكون البورصة سوقاً رائدة في منطقة مجلس التعاون الخليجي وسوقاً جاذبة للمستثمرين والجهات المصدرة على الصعيد المحلي وفي جميع أنحاء أوروبا وآسيا وأمريكا. وكما ستشكل البورصة أداة هامة لتعزيز

- (تم التصفح يوم 2014/06/28) www.qatarexchange.qa - 1

الثروة المستدامة في دولة قطر والمنطقة، كما أنها ستكون جزءاً أساسياً من هدف الحكومة في خلق صناعة عملية للخدمات المالية وسوق رأسمالية تنافسية تهدف لتنويع الاقتصاد القطري.

2 - الأهداف (The purpose):

تهدف السوق الدوحة للأوراق المالية لتحقيق الأهداف التالية¹:

- إتاحة الفرص لاستثمار المدخرات والأموال في الأوراق المالية بما يخدم مصلحة الاقتصاد الوطني القطري.
- العمل على تطوير السوق المالي على نحو يخدم عمليات التنمية الاقتصادية ويساعد في تحقيق أهداف السياسة الاقتصادية للدولة.
- تطوير وترشيد أساليب وإجراءات التعامل بالأوراق المالية بالسوق بما يكفل سلامة المعاملات ودقتها ويسرهما وتوفير الحماية للمتعاملين.
- تطوير وتنظيم إصدار الأوراق المالية في السوق الأولية وتحديد المتطلبات الواجب توافرها في نشرة الإصدار عند طرح الأوراق المالية للاكتتاب.
- قيد الأوراق المالية الجديدة بالسوق، والتيسير والسرعة في تسهيل الأموال المستثمرة في الأوراق المالية مع ضمان تفاعل عوامل العرض والطلب بهدف تحديد أسعار هذه الأوراق، وحماية صغار المستثمرين من خلال ترسيخ أسس التعامل السليم.
- جمع المعلومات والإحصاءات عن الأوراق المالية التي يجري التعامل بها ونشر التقارير حولها، بشرط أن تتناول المعلومات الإجمالية لا الفردية والشخصية.
- تقديم دراسات للمراكز المالية للشركات مما يساعد المستثمرين عند شراء الأوراق المالية.
- إجراء الدراسات وتقديم التوصيات والمقترحات للجهات الرسمية المختلفة بشأن القوانين النافذة وتعديلها بما يتلاءم والتطور الذي تتطلبه السوق.

¹ - القرار الوزاري رقم (10) لسنة 1999، اللائحة الداخلية لسوق الدوحة للأوراق المالية، المادة 5.

- الاتصال بالأسواق المالية في الجارة بهدف الاطلاع وتبادل المعلومات والخبرات بما يحقق مواكبة التقدم في أساليب التعامل في هذه الأسواق ويساعد على سرعة تطوير السوق المالي القطري، وكذلك الانضمام لعضوية المنظمات والاتحادات العربية والدولية ذات العلاقة.
- تنظيم إجراءات تحويل ونقل ملكية الأوراق المالية وتسهيلها وتبسيطها.
- ترسيخ قواعد السلوك المهني والمراقبة الذاتية والانضباط بين شركات الوساطة ووكلائها والعاملين في مجال التعامل بالأوراق المالية.
- توفير تواجد شركات وساطة ووكلاء مؤهلين في السوق مع تشجيع تأهيل شركات ووكلاء جدد وغيرهم من العاملين في سوق الأوراق المالية، بهدف رفع كفاءة العملية والعملية.
- ضمان إتمام عملية بيع وشراء الأوراق المالية في جو من النزاهة والحياد من خلال إتباع سياسة الإفصاح عن معلومات الأسهم المتداولة ونشر كل المعلومات المتوفرة عن شركات المساهمة وتوفيرها للمتعاملين.

3- أعضاء السوق (Market members):

تشمل عضوية السوق كلا من¹:

- مصرف قطر المركزي
 - البنوك المرخص لها بالعمل ، ومؤسسات الإقراض المتخصصة
 - شركات المساهمة القطرية التي تطرح أسهمها للاكتتاب العام
 - وسطاء الأوراق المالية لدى السوق
 - أي شخص طبيعي أو معنوي تقرر اللجنة قبول عضويته
- ويلتزم أعضاء السوق بأداء رسوم القيد ورسوم الاشتراك السنوية فيها طبقاً لما تحدده اللائحة الداخلية للسوق، حيث يدفع الأعضاء رسوم الاشتراك السنوية خلال مدة لا تتجاوز الشهر، تبدأ اعتباراً من اليوم الأول من كل سنة، ويتم دفع رسوم الاشتراك في السنة الأولى للعضوية على أساس نسبة الفترة

1- نفس المرجع ، المادة 6.

المتبقية من السنة، وكل عضو يتخلف عن دفع الرسوم المستحقة خلال المهلة التي تحددها اللجنة يتعرض لدفع غرامة تعادل ثلاثة أضعاف قيمة هذه الرسوم بخلاف ما يتعرض له من ملاحظات قانونية. حيث يتوجب على كل شركة وساطة أجنبية ترغب في الحصول على العضوية في السوق أن تؤسس شركة في دولة قطر، على أن يتفق الشكل القانوني والتنظيمي لهذه الشركة وقانون الشركات في دولة قطر بالإضافة إلى استيفاء هذه الشركة لجميع المتطلبات والشروط الموضوعية من قبل اللجنة لقبول شركات الوساطة في السوق.

4- إدارة السوق (Market Management):

تدار السوق من خلال اللجنة، ويتم تنفيذ قراراتها من خلال الجهاز التنفيذي للسوق يتم تشكيل اللجنة برئاسة ممثل عن وزارة المالية والاقتصاد والتجارة وعضوية كل من:

- مدير السوق (نائباً للرئيس)
 - ممثل ثان عن الوزارة
 - ممثل عن مصرف قطر المركزي
 - ممثل عن غرفة صناعة وتجارة قطر
 - اثنين يمثلان شركات الوساطة
 - اثنين يمثلان شركات المساهمة القطرية التي يجري التعامل في أوراقها المالية بالسوق
 - اثنين من ذوي الخبرة والكفاءة
- ويصدر بتشكيل اللجنة وتسمية رئيسها وأعضائها قرار من مجلس الوزراء بناء على اقتراح الوزير وتكون مدة العضوية في اللجنة ثلاث سنوات قابلة للتجديد، ويكمل من يخلف أحد الأعضاء مدة سلفه، ويكون اجتماع اللجنة صحيحاً إذا حضره (6) ستة أعضاء على الأقل، من بينهم الرئيس أو نائبه. حيث تمارس اللجنة جميع الاختصاصات اللازمة لإدارة السوق وبوجه خاص ما يلي¹:
- رسم السياسة العامة للسوق

1- القانون رقم 14 لسنة 1995، اللائحة الداخلية لسوق الدوحة للأوراق المالية، المادة 11.

- اقتراح اللوائح الداخلية، والهيكلة التنظيمي للسوق، ونظام العاملين، ولائحة المشتريات، واللائحة المالية، ولائحة رسم القيد والعضوية والتداول والاشتراكات السنوية ويصدر بهذه اللوائح والنظم قرار من الوزير
- وضع القواعد التنظيمية والتعليمات الخاصة بالتعامل في الأوراق المالية داخل السوق، والرقابة عليها، والإشراف على تطبيق عمليات تداول هذه الأوراق
- اتخاذ الإجراءات اللازمة بشأن العمليات المشكوك في سلامتها في ضوء أحكام اللائحة الداخلية للسوق
- النظر في طلبات قيد الأوراق المالية للشركات في السوق وطلبات ترخيص شركات الوساطة
- وقف التعامل مؤقتاً في السوق، أو في الأوراق المالية لشركة أو أكثر، في حالة حدوث ظروف استثنائية تهدد حسن سير العمل وانتظامه
- الموافقة على تقديرات الموازنة السنوية للسوق، وعلى الحسابات الختامية وتعيين مراقبي الحسابات وتحديد الأجر الذي يؤدي إليهم
- تشكيل اللجان المتخصصة، من أعضاء اللجنة أو من غيرهم، سواء بشكل دائم أو مؤقت، لمعالجة ما ترى اللجنة لزوم دراسته عن طريق هذه اللجان
- العمل على تطوير وتدريب وتأهيل الكوادر القطرية اللازمة لإدارة السوق وفقاً لأحدث الأساليب الإدارية والفنية، والعمل على نشر الوعي الاستثماري بين المتعاملين في الأوراق المالية
- اقتراح مشروعات الأدوات التشريعية اللازمة لتنمية التعامل في السوق، وعرض المقترحات على الوزير
- أية صلاحيات أخرى لضمان حسن سير العمل في السوق.
- وللجنة أيضاً الحق في فحص ومراجعة سجلات الوسطاء ودفاترهم وجميع معاملاتهم، وفحص ومراجعة أعمال ونشاطات أقسام إصدار الأوراق المالية في شركات المساهمة الأعضاء في السوق، ومحافظة الأوراق المالية التي يديرها أي عضو، وعلى هؤلاء تسهيل مهمة فريق الفحص والمراجعة، وتوفير جميع البيانات والمعلومات التي يطلبها، وتعامل جميع المعلومات والبيانات التي يطلع عليها فريق الفحص والمراجعة بحكم عمله بسرية تامة، ولا يجوز نشرها ولا إفشاء المعلومات الواردة فيها، وتقوم اللجنة - إذا كانت الجهة

التي يقع عليها التفتيش بنكاً مرخصاً - بالتنسيق مع مصرف قطر المركزي، ويحق لها الاشتراك معه، في إجراء الفحص والمراجعة¹.

ويكون للسوق مدير يعين بقرار من الوزير، ويقوم المدير بتنفيذ قرارات اللجنة، وله أن يتقدم إلى اللجنة باقتراح الأنظمة والتعليمات التي يراها مناسبة، كما يتولى الإشراف على جميع الأجهزة الفنية والإدارية للسوق، وإصدار التعليمات اللازمة للقيام بمهامها، وفقاً للصلاحيات المخولة له في اللائحة الداخلية للسوق، وبموجب قرارات اللجنة، ويمثل المدير السوق أمام القضاء، وفي علاقته بالغير، ويكون له حق التوقيع عنه.

5- هيئة قطر للأوراق المالية:

تأسست هيئة قطر للأوراق المالية بموجب القانون (33) لعام 2005، والمعدل بالمرسوم الأميري (14) لعام 2007، والقانون رقم (10) لعام 2009 كهيئة تنظيمية إشرافية و رقابية مستقلة تعنى بالأسواق المالية في دولة قطر، حيث إنها تتمتع بالصلاحيات اللازمة لممارسة تنظيم أنشطة الأسواق المالية و الإشراف و الرقابة عليها.

و قد صدر القانون الجديد رقم 08 لسنة 2012 بشأن هيئة قطر للأسواق المالية ليلغي القانون رقم 33 لسنة 2005 ، و ليؤكد على استقلالية الهيئة و تمتعها بكافة الصلاحيات التنظيمية و الإشرافية و الرقابية اللازمة لممارسة مهامها، كما وسع القانون الجديد من سلطات الهيئة ليعطيها مزيداً من الصلاحيات لممارسة مهامها بفاعلية أكبر و بشكل اشمل، وتهدف الهيئة إلى المحافظة على الثقة في نظام التعامل في الأوراق المالية، وحماية مالكي هذه الأوراق، بما يضمن الاستقرار للأسواق المالية والحد من الأخطار التي قد تتعرض لها، ولها في سبيل تحقيق ذلك القيام بما يلي:

- تنظيم الأسواق المالية والإشراف والرقابة عليها
- إجراء الدراسات وجمع المعلومات والإحصاءات عن الأوراق المالية التي يجري التعامل فيها ونشر التقارير الخاصة بها

1- نفس المرجع، المادة 12.

- دعم الصلات والروابط وتبادل المعلومات مع الأسواق المالية الخارجية والهيئات والمؤسسات والمنظمات الإقليمية والدولية للاستفادة من أساليب التعامل فيها بما يساعد على تطوير الأسواق المالية داخل الدولة
- مراقبة قواعد التعامل بين المتعاملين في أنشطة تداول الأوراق المالية وغيرها
- تطبيق سياسة الإفصاح بما يحقق العدالة والشفافية ويجول دون تعارض المصالح واستغلال المعلومات الداخلية.
- مكافحة أسباب وقوع الجرائم المالية المتصلة بالأسواق المالية.
- توعية الجمهور بنشاط الأوراق المالية وتشجيع الاستثمار فيه وتنميته.
- تنظيم التعامل في أنشطة الأوراق المالية بما يتسم بالعدالة والتنافسية والشفافية .
- ويتولى إدارة الهيئة مجلس إدارة يشكل برئاسة المحافظ ، ونائب المحافظ نائب للرئيس ، وعضوية كل من :
 - ممثل عن وزارة الاقتصاد والمالية لا تقل درجته عن وكيل وزارة يختاره الوزير .
 - ممثل عن وزارة الأعمال والتجارة لا تقل درجته عن وكيل وزارة يختاره الوزير .
 - المدير العام التنفيذي لهيئة تنظيم قطر للمال .
 - اثنين من الخبراء في مجالات عمل الهيئة يختارها الرئيس ونائبه والأعضاء قرار أميري .
- ويحل نائبه الرئيس محل الرئيس في حالة غيابه أو خلو منصبه ، ويكون للمجلس أمين سر يختاره المجلس، ويحد اختصاصاتها، ومكافئتها المالية .
- ويكون للمجلس السلطات والصلاحيات اللازمة لإدارة شؤون الهيئة وتحقيق أهدافها، وبوجه خاص ما يلي¹:

- وضع السياسة العامة للهيئة والإشراف على تنفيذها

- إقرار خطط قصيرة المدى وبرامج مشروعات الهيئة، ومتابعة تنفيذها

- إصدار اللوائح الإدارية والمالية المنظمة لشؤون الهيئة

¹ - القانون رقم 33 لسنة 2012، المتعلق بهيئة قطر للأوراق المالية ، المادة.8.

- اقتراح الموازنة التقديرية السنوية للهيئة وحسابها الختامي
 - تحديد رسوم مقابل الخدمات التي تؤديها الهيئة للغير
 - الموافقة على مشروعات الاتفاقية التي تبرمها الهيئة.
 - اقتراح الأدوات التشريعية المتعلقة بأهداف واختصاصات والهيئة .
- ولا تكون قرارات المجلس المنصوص عليها في البند (3،4،6) نافذة، إلا بعد اعتمادها من مجلس الوزراء.

6- أعمال الوساطة (The brokerage business) :

عملية الوساطة في سوق الدوحة لأوراق المالية تحددها اللجنة، حيث لا يجوز القيام بأعمال الوساطة في السوق إلا للمؤسسة أو لشركة قطرية، أو لبنك مرخص له بالعمل في الدولة أو أي مؤسسة أو شخص طبيعي تقرر اللجنة الموافقة على قيامه بأعمال الوساطة. ولا يجوز لغير الوسطاء القيام بالأعمال التالية:

- الوساطة بالعمولة
 - الوساطة بالشراء والبيع لصالح العميل
 - الوساطة في تغطية إصدارات الأوراق المالية الجديدة
 - الوساطة في بيع وتسويق إصدارات الأوراق المالية الجديدة.
- تحدد اللجنة شروط وإجراءات ورسوم منح التراخيص للشركات التي ترغب بممارسة نشاط الوساطة داخل السوق كما تحدد اللجنة الشروط الواجب توافرها في الوكلاء الممثلين لشركات الوساطة في السوق والاختبارات التي يجب أن يقوموا باجتيازها لكي يتم اعتمادهم وكلاء عن شركاتهم في السوق. تقوم الشركات المرخص لها القيام بأعمال الوساطة في السوق بتقديم طلبات لإصدار تراخيص لموظفيها الذين تختارهم والذين ترغب هذه الشركات في اعتمادهم وكلاء لها في السوق لتمثيلها والعمل لحسابها. ويشترط لمنح التراخيص للقيام بأعمال الوساطة في السوق توافر الشروط الآتية¹:

1- القرار الوزاري رقم (10) لسنة 1999، المادة 32.

- أن يكون طلب الترخيص شركة مساهمة قطرية عامة أو مقفلة أو شركة ذات مسؤولية محدودة قائمة أو قيد التأسيس، أو بنكاً مرخصاً له بالعمل في الدولة أو مؤسسة أو شخصاً طبيعياً تقرر اللجنة الموافقة على قيامه بأعمال الوساطة
- ألا يقل رأس المال المدفوع عن (2,000,000) مليوني ريال قطري
- أن تتوفر في القائمين على إدارة الشركة الخبرة والكفاءة اللازمتان لإدارة أعمال الشركة
- أن يكون المدير المسئول عن أعمال شركة الوساطة حاصلاً على مؤهل جامعي أو ما يعادله، وأن يكون قد عمل في المؤسسات المالية أو المصرفية مدة لا تقل عن ثلاث سنوات
- أن تلتزم الشركة، عند طلب السوق، بتقديم ضمان بنكي غير مشروط وغير قابل للنقض ومفتوح التاريخ بمبلغ (500,000) خمسمائة ألف ريال قطري لأمر السوق
- أن تلتزم الشركة، عند طلب السوق، بتقديم موجز للقوائم والبيانات المالية المعتمدة من مراقبي الحسابات عن السنوات الثلاث السابقة أو عن المدة من تاريخ تأسيس الشركة، أيهما أقل.
- يكون على عاتق شركات الوساطة مسؤوليات، والمتمثلة في أن تجهز مقارها بالوسائل اللازمة لمباشرة نشاطها وأن تتصرف نيابة عن المتعاملين في الأوراق المالية وفقاً للأوامر والتفاوض التي يتلقونها منهم، وعليهم التحقق من صحة تلك الأوامر وملكية المتعاملين للأوراق المالية والأموال اللازمة لتنفيذ الأوامر، وكما يجب عليها تسجيل أوامر العملاء فور ورودها إليها ويتضمن التسجيل مضمون الأمر واسم مصدره، وصفته ووقت وكيفية وروده إلى الشركة، والتمن المحدد الذي يرغب العميل البيع أو الشراء به ومدة صلاحية الأمر (بحد أقصى عشرة أيام عمل). ويجب أن تراعي شركات الوساطة في تنفيذ أوامر عملائها، ضرورة منح الأفضلية متفيدة بالسعر بما يتطابق ومصلحة العميل حسب التسلسل الزمني لورود الأوامر.
- ويجب على شركة الوساطة سواء على مستوى الشركة أو على مستوى وكلائها داخل السوق الالتزام بما يلي¹:
- تنفيذ جميع الصفقات داخل قاعة التداول وفي الأوقات المحددة لذلك

1- نفس المرجع ، المادة 52.

- الامتناع عن القيام بأي عمل من شأنه إلحاق الضرر بسمعة السوق وأعضائه والمتعاملين فيه، وعدم إنشاء أية معلومات لها صفة السرية تكون قد وصلت إلى شركة الوساطة أو موظفيها بحكم عملهم
- عدم نشر أي تحليلات أو تعليقات أو آراء بشأن أسعار الأوراق المالية واتجاهاتها إلا بعد الحصول على موافقة السوق لمزاولة هذه الأنشطة
- الامتناع عن محاولة القيام بعمليات البيع أو الشراء التي تهدف إلى التلاعب بأسعار الأوراق المالية المدرجة في السوق وفي حالة المخالفة يحيل مدير السوق المخالف إلى لجنة التأديب.
- تتقاضي شركات الوساطة عمولة تمثل نسبة من حجم الصفقة المبرمة نظير قيامها بالتوسط بين أطراف الصفقة (البائع والمشتري)، يتم تحديدها من قبل اللجنة. تحتسب العمولة المقررة لشركة الوساطة عن إجمالي الأوامر المنفذة للبائع وللمشتري بنسبة (4000) أربعة في الألف، بحد أدنى 30 ريالاً من الطرف البائع و30 ريالاً من الطرف المشتري. وتتقاضي عمولة عن الوساطة في بيع وتسويق إصدارات الأوراق المالية الجديدة، وتتراوح عمولة شركة الوساطة، نظير عملية البيع والتسويق، من 5,0% (نصف في المائة) إلى 5,1% (واحد ونصف بالمائة) من القيمة الاسمية للأوراق المالية المعروضة للاكتتاب، وذلك بناء على اتفاق بين شركة الوساطة والشركة المصدرة للأوراق المالية.

كما يجوز لشركات الوساطة تأسيس جمعية خاصة بها تسمى (جمعية وسطاء السوق) تتمتع بالشخصية المعنوية بعد الموافقة على ترخيصها من قبل السوق وتسجيلها لديه ولها بهذه الصفة ممارسة أوجه نشاطها والعمل على تحقيق أهدافها ورعاية مصالح أعضائها وتعزيز التفاعل بينهم ونشر الوعي الخاص بمعايير السلوك المهني.

7- قيد وقبول الأوراق المالية:

كل شركة مساهمة قطرية قائمة أن تطلب بكتاب رسمي قيد أسهمها للتداول في السوق بشرط أن تكون قد نشرت ميزانيات (آخر ثلاث سنوات) أو أقل حسب عمر الشركة ، ويجب على كل شركة مساهمة حديثة التأسيس وقطرية الجنسية يبلغ رأسمالها المدفوع عشرة ملايين ريال قطري على الأقل، أن تطلب بكتاب رسمي قيد أسهمها للتداول في السوق خلال شهر من تاريخ تأسيس الشركة نهائياً من قبل الجمعية العامة التأسيسية، وطبقاً للقرار الوزاري رقم (10) لسنة 1999 بإصدار اللائحة الداخلية لسوق الدوحة للأوراق.

حيث يتم قيد الأوراق المالية لشركة المساهمة القائمة في السوق، طبقاً للشروط التالية:

- أن لا يقل عدد المساهمين عن (100) مائة مساهم.
- أن لا يملك أحد المساهمين ما يزيد عن الحد الأقصى المسموح به من رأس مال الشركة وفقاً لعقد التأسيس والنظام الأساسي، فيما عدا الشركات التي تساهم الحكومة فيها أو المؤسسات العامة.
- تسديد (50%) من قيمة الأسهم الاسمية على الأقل.
- أن تقدم الشركة التقرير السنوي الذي يظهر الميزانية العامة كما هي في نهاية سنتها المالية التي تسبق طلب القيد وكذلك الحسابات الختامية الأخرى، وتقرير مدقق الحسابات والبيانات الإيضاحية المتعلقة بتلك السنة، على أن تلتزم الشركة بنشر هذه البيانات في صحيفتين محليتين يوميتين باللغة العربية، وتقديم البيانات المالية التي تغطي الفترة من بداية السنة المالية حتى نهاية الشهر الذي يسبق تقديم طلب القيد.
- أن لا ينطبق على الشركة أي من حالات شطب القيد للشركات المقيدة أوراقها في السوق وعلى الشركة تقديم طلب القيد مرفقاً به جميع البيانات والمعلومات المطلوبة إلى السوق للدراسة والعرض على اللجنة لاتخاذ اللازم بشأنه.

بينما يتم قيد الأوراق المالية لشركة المساهمة حديثة التأسيس في السوق، طبقاً للشروط التالية:

- أن لا يقل عدد المكتتبين عن (100) مائة مكتتب.
- أن لا يملك أحد المكتتبين ما يزيد عن الحد الأقصى المسموح به، من رأس مال الشركة، وفقاً لعقد التأسيس والنظام الأساسي، فيما عدا الشركات التي تساهم الحكومة فيها أو المؤسسات العامة.
- تسديد (50%) من قيمة الأسهم الاسمية على الأقل.
- أن لا ينطبق على الشركة أي من حالات شطب القيد للشركات المقيدة أوراقها في السوق. وعلى الشركة تقديم طلب القيد مرفقاً به جميع البيانات والمعلومات المطلوبة إلى السوق للدراسة والعرض على اللجنة لاتخاذ اللازم بشأنه.

على الشركة الراغبة في قيد أوراقها المالية في السوق تقديم المعلومات والبيانات التي يطلبها السوق

وتلتزم الشركات على وجه الخصوص بتقديم ما يلي:

- نسخة من عقد التأسيس والنظام الأساسي
- قائمة بأسماء أعضاء مجلس الإدارة مع نماذج توقيع الأشخاص المفوضين بالتوقيع عن الشركة

- الميزانية السنوية والحسابات الختامية للشركات القائمة لآخر سنة مالية مصادق عليها من مراقب حسابات قانوني مرخص

- نسخة من السجل التجاري للشركة ساري المفعول

- بيانات المساهمين في الشركة بالشكل الذي تحدده إدارة التسجيل المركزي في السوق

- تعهد من الشركة بأن تتقيد بجميع الأحكام والواجبات المنصوص عليها في اللوائح الداخلية

للسوق والتعليمات الصادرة بموجبها، كما تتعهد الشركة بتقديم أية معلومات تتوفر لديها وذات أثر على أسعار أسهمها بشكل دوري ومستمر.

يجب للسوق بناء على قرار اللجنة شطب قيد أي من الشركات عند عجزها عن الوفاء بالتزاماتها المالية الجارية والقروض المتوسطة والطويلة الأجل وعدم قدرتها على تمويل نشاطها الطبيعي، وفق آخر تقرير لمدقق حسابات الشركة، أو وفق تقرير مدقق حسابات الشركة المعد بناء على طلب اللجنة من إدارة الشركة.

8- التعامل في الأوراق المالية :

يتم تداول الأوراق المالية وفقاً للقواعد والشروط والقواعد التي تقررها اللجنة، ويقع باطلاً كل تعامل يجري خارج القاعة، وينحصر حق التعامل داخل القاعة بشركات الوساطة المرخصة من قبل السوق، ويسمح للمستثمرين بالتواجد داخل السوق لغرض الاطلاع على أسعار الأوراق المالية المتداولة. وتستثنى الأوراق المالية من التداول داخل القاعة في الحالات التالية¹:

- التحويل الإرثي

- التحويل ما بين الزوجين وبين الأقارب حتى الدرجة الثانية

- عمليات مصرف قطر المركزي لحماية الأوراق المالية الحكومية أو المكفولة من الدولة

- عمليات تداول الأوراق المالية القطرية في مرحلة الاكتتاب الأولى بما في ذلك حالات الاكتتاب

العام عند زيادة رأس المال من قبل شركات المساهمة

- عمليات البيع التي تتم بناء على حكم تسوية صادر من المحكمة

1- نفسه، المادة 77.

- أية عمليات أخرى ترى اللجنة استثناءها من التداول داخل القاعة وفقاً لما تراه مناسباً.
يعتمد لتداول الأوراق المالية داخل القاعة، نظام المزايدة المكتوبة على الألوان لأغراض عرض أوامر
ال شراء والبيع العادية والمتقابلة والخاصة وتنفيذها، وتجري عمليات البيع بالمزاد العلني سواء بالاستناد إلى
قرارات المحاكم أو بموجب قرارات مجلس إدارة الشركات في داخل القاعة وفقاً للتعليمات المتعلقة بالبيع بالمزاد
العلني.

يجب على كل وسيط الحصول على تفويض رقمي من خلال نظام الحاسب الآلي بالسوق قبل
القيام بتنفيذ أي أمر للعميل ، لا يجوز للوسيط أن يعرض عدد أوامر على لوحة تداول الأوامر العادية يزيد
مجموع قيمتها السوقية في العرض الواحد عن (1,000,000) مليون ريال قطري ، ولا يجوز لأي سهم
لأي شركة أن يرتفع أو ينخفض بأكثر من 10% من قيمته خلال اليوم الواحد من سعر الإغلاق في اليوم
السابق، ويحق للجنة تعديل هذه النسبة بما يتناسب ومصلحة السوق.

ويترتب على كل عملية شراء أو بيع أوراق مالية تسديد الثمن ونقل ملكية الأوراق المالية، وتكون
عمليتا التسديد ونقل الملكية مرتبطين وتتمان وفقاً للإجراءات المحددة من قبل اللجنة. تقوم السوق
بتسجيل ملكية الأوراق المالية التي تم بيعها أو شراؤها في السوق دون أي قيد أو شرط، على الرغم مما ورد
في عقود التأسيس والأنظمة الأساسية للشركات المساهمة، باستثناء الحالات التالية:

- إذا كان البيع أو النقل مخالفاً لأحكام القوانين النافذة أو الأنظمة المتعلقة بحظر تلك الأوراق

المالية

- إذا كانت الأوراق مرهونة أو محجوزاً عليها
- إذا كانت الأوراق مفقودة ولم تعط شهادات أو إيصالات جديدة بدلاً عنها
- إذا كان تسجيل ملكية الأوراق المالية باسم المشتري الجديد، سوف يزيد رصيد ملكيته عن الحد الأقصى للملكية المسموح به من قبل الشركة والوارد في نظامها الأساسي.

المطلب الثاني : الواقع العملي لسوق الدوحة

بعد عرض في المطلب الأول الإطار التنظيمي لسوق الدوحة للأوراق المالية، سنحاول في هذا المطلب التطرق للواقع العملي لسوق الدوحة حيث نتناول فيه :

1 - الأوراق المالية المتداولة:

تعتبر الأوراق المالية المرخص بإدراجها والمقبولة للتداول أي أداة مالية قابلة للتحويل ومقبولة التداول في البورصة مثل الأسهم، وشهادات الإيداع المتعلقة بالأسهم، وسندات الدين والأوراق المالية الأخرى المشابهة لها وصكوك الشراء اللاحق للأسهم والأوراق المالية التي تخول مالكيها الحصول على أي من الأوراق المالية المذكورة. أو مبلغاً من النقد يتم تحديده بالسعر المستقبلي لأي من الأوراق المالية، أو وحدات ضمن تعهدات الاستثمار الجماعي أي أوراق مالية أخرى خاضعة للقانون الواجب التطبيق والتي تعتبرها البورصة مؤهلة للتداول في البورصة.

2 - إدراج الأوراق المالية :

تتضمن إجراءات إدراج الأوراق المالية تلبية متطلبات خاصة بالتأسيس للحصول على كافة الموافقات للإدراج، حيث ينبغي إن تستوفي الأوراق المالية للشروط التالية لبتم قبولها للطرح أو الإدراج :

- الامتثال للقوانين التي تم إصدارها بموجبها

- أن تكون مرخصة حسب الأصول وبالتوافق مع عقد التأسيس والنظام الأساسي الخاص بجهة الإصدار . وفي حالة الانطباق ،الموافقة عليها بموجب فتوى صادرة عن هيئة شرعية معترف بها من قبل الهيئة .

- أن تكون من النوع المحدد من قبل الهيئة كنوع قابل للإدراج، وان تكون قابلة للتداول .

يجب أن تحتوي نشرة الإصدار على الإفصاح بمعلومات حول الورقة المالية، وان الاستجابة لشروط ومتطلبات الإفصاح عن المعلومات التي تمكن من المستثمرين ومن يقدمون لهم خدمات استشارية، من تقييم تكاليف ومنافع ومخاطر الاستثمار في الأوراق المالية ذات الصلة وتقدير أسعارها المناسبة .

تلزم الهيئة العامة للأوراق المالية كل شركة مساهمة قطرية قامت بإصدار أسهم وطرحها إلى عامة الجمهور أن تتقدم إلى الهيئة لطلب الحصول على ترخيص بإدراج أسهمها تمهيدا لتداولها في السوق، وذلك خلال فترة لا تتجاوز ثلاث أشهر من تاريخ إغلاق الطرح، أو خلال ست شهور من تاريخ انتهاء الإجراءات الرسمية لتحويل الكيان القانوني إلى شركة مساهمة. أما فيما يخص الإدراج للتداول في بورصة أجنبية فإن لا يجوز لجهة الإصدار المرخص لها بالإدراج في السوق المحلية إلا بعد موافقة الهيئة.

3 - أنظمة الاستثمار في البورصة :

تخضع بورصة قطر لأنظمة هيئة قطر للأسواق المالية. وهي هيئة رقابية مستقلة تختص بالإشراف على سوق رأس المال القطري. حيث صدر في 14 سبتمبر 2005 القانون رقم (33) لسنة 2005 والذي يقتضي بإنشاء كل من هيئة قطر للأسواق المالية وشركة سوق الدوحة للأوراق المالية ، وفي 3 أبريل 2005 صدر قانون بتعديل بعض أحكام القانون رقم (13) لسنة 2000 والخاص بتنظيم استثمار رأس المال الأجنبي في النشاط الاقتصادي، حيث أجاز القانون للمستثمرين غير القطريين تملك نسبة لا تزيد عن 25% من أسهم شركات المساهمة القطرية المطروحة للتداول.

4- التسوية والمقاصة :

تقوم البورصة بمهام المقاصة والإيداع وفق للمبادئ المنصوص عليها في القواعد والإشعارات التي تنشرها، حيث تتولى جهة الإيداع أعمال المقاصة والتسوية الخاصة بالأوراق المالية بما فيها العمليات المستثناة من نظام التداول، وإجراءات الشركات وعمليات الإقراض والاقتراض ووضع القيود على ملكية الأسهم طبقا للقوانين واجبة التطبيق.

يتم حفظ الأوراق المالية إلكترونيا في القيد المركزي، والذي يشتمل على كافة المعلومات الضرورية عن صاحب الأوراق المالية، وتحتفظ جهة الإيداع بسجل خاص بكافة التحويلات السابقة والتفويضات المتعلقة بالأوراق المالية والتوكيلات وكافة القرارات المتخذة في الاجتماعات العامة للملكي الأوراق المالية وحصص الأرباح وحقوق الاكتتاب الأولية. ويتم تحديث القيد المركزي في نهاية كل يوم تداول.

5 قواعد تداول الأوراق المالية :

تحدد البورصة بعد موافقة الهيئة ، أيام التداول سنويا، وكذلك عدد ساعات التداول، ووقت الافتتاح والإغلاق عن طريق الإشعار الذي تنشره وتبلغ به الأعضاء. ويتم تداول الأوراق المالية بالريال القطري، أو بأي عملة أخرى تكون مناسبة للورقة المالية، وعند إجراء أي عملية تداول في البورصة أن يمثلوا للمتطلبات التشغيلية والإجراءات الفنية الخاصة بالبورصة وشبكاتهما كما هو محدد في القواعد أو الإشعارات التي تنشرها البورصة.

يتم تداول الأوراق المالية عن طريق التداول المستمر أو عن طريق المزاد وذلك حسب قرار البورصة الذي يصدر وفق سيولة الورقة المالية، باستثناء الوقت المحدد للتداول المستمر أو سوق طريق المزاد. ويجوز للبورصة من تلقاء نفسها أو بناء على طلب الهيئة، وقف تداول أي ورقة مالية، مؤقتا، لمنع حالات اضطراب السوق وعدم انتظامه، أو إذا كان من شأن استمرار التعامل بها الإضرار بالسوق أو المتعاملين فيه¹.

6 مؤشر السوق:

يتكون مؤشر بورصة قطر من أعلى 20 شركة مرتبة حسب قيمة التعويم الحر لرسملة السوق (قيمة رسملة السوق للأسهم المتاحة للتداول فقط) والمتوسط اليومي للقيمة المتداولة. ويعتبر هذا المؤشر عبارة عن مؤشر سعري لحساب نسبة التغير على أسعار الأسهم. ويحسب المؤشر وفق العلاقة التالية:

$$index\ level = base\ level * \frac{\sum_{i=1}^n x_{i,t} * s_{i,t} * f_{i,t}}{b * k_t}$$

$$k_t = k_{t-1} * \frac{\sum_{i=1}^n s_{i,t} * f_{i,t} * y_{i,t-1}}{\sum_{i=1}^n s_{i,t-1} * f_{i,t-1} * x_{i,t-1}}$$

حيث :

t: يوم الاحتساب

(تم التصفح يوم 2014/07/12) www.qatarexchange.qa-1

i:العنصر

n:عدد أسهم العنصر ضمن المؤشر

S:عدد الأسهم

f:نسبة التعويم الحر

X:سعر السهم

Y:سعر السهم المعدل

B:القيمة الأساسية لرسملة السوق

K:معامل التعديل القيمة الأساسية لرسملة السوق.

المطلب الثالث: تطور أداء سوق الدوحة للأوراق المالية :

1- مؤشر السوق (Market index):

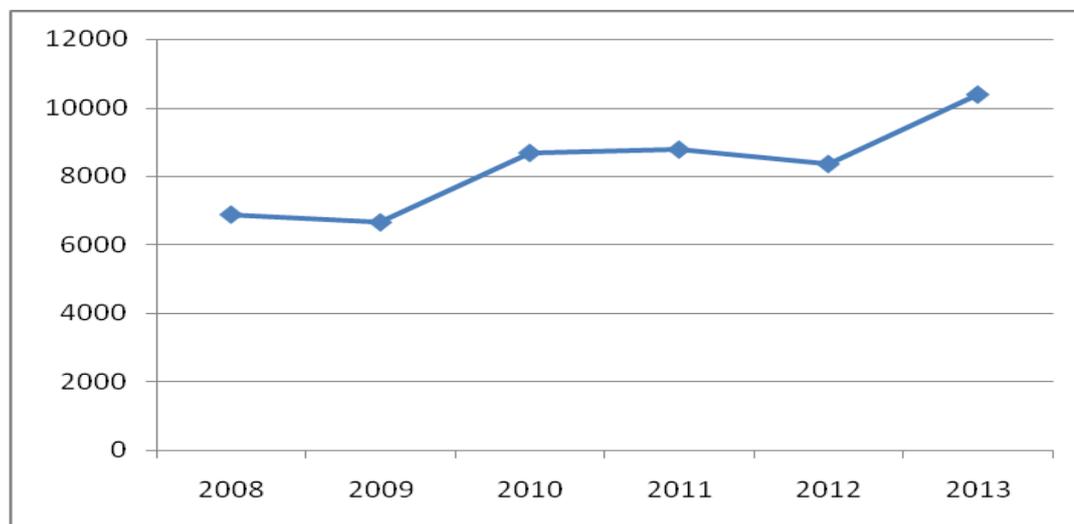
سجل مؤشر السوق المرشح بالقيمة السوقية للأسهم بداية شهر جوان 2008 معدل نمو 31% مقارنة مع نهاية عام 2007 وهو أعلى مستوى قياسي سجله خلال سنة 2008، إلا أن مؤشر السوق تراخى أدائه بصورة تدريجية حيث فقد مؤشر السوق خلال هذه الفترة نحو 30% مقارنة مع أعلى مستوى سجله خلال شهر جوان ليصل 8840.48 نقطة، وفي سنة 2009 واصل تراجعته خلال الربع الأول ليصل إلى أدنى مستوى له في شهر مارس 4232.19 نقطة متحركا منها بارتفاع تدريجي ليصل إلى 7176.35 نقطة في شهر ديسمبر 2009.

خلال عام 2010 تراجع مؤشر السوق نسبة 7.54 ليصل 6899.81 نقطة في نهاية جوان 2010 ليواصل بعد ذلك ارتفاعه بنسبة 12.8 خلال الربع الأخير من السنة الحالية ليصل 8681.7 في نهاية ديسمبر وهي النتيجة الأعلى بين البورصات العربية خلال هذا الربع الأخير ، ليصل إلى 8779 نقطة في نهاية ديسمبر 2011. ليحافظ على مكانته كأفضل مؤشر السوق في دول مجلس التعاون الخليجي للعام الثاني على التوالي مؤكدا على متانة الاقتصاد القطري.

خلال عام 2012 واصل مؤشر السوق تذبذبه ارتفاعه وهبوطه ليصل إلى 8510.2 نقطة في نهاية شهر سبتمبر 2012 ليواصل بعدها مؤشر السوق ارتفاعه بوتيرة سريعة حيث بلغ 8577.7 في نهاية

مارس، ليصل بعدها في سنة 2013 إلى نحو 9708 نقطة في نهاية جوان وليغلق عند 10380 نقطة في نهاية ديسمبر 2013 ويكون بذلك قد سجل ارتفاعا سنويا بنحو 24.%.

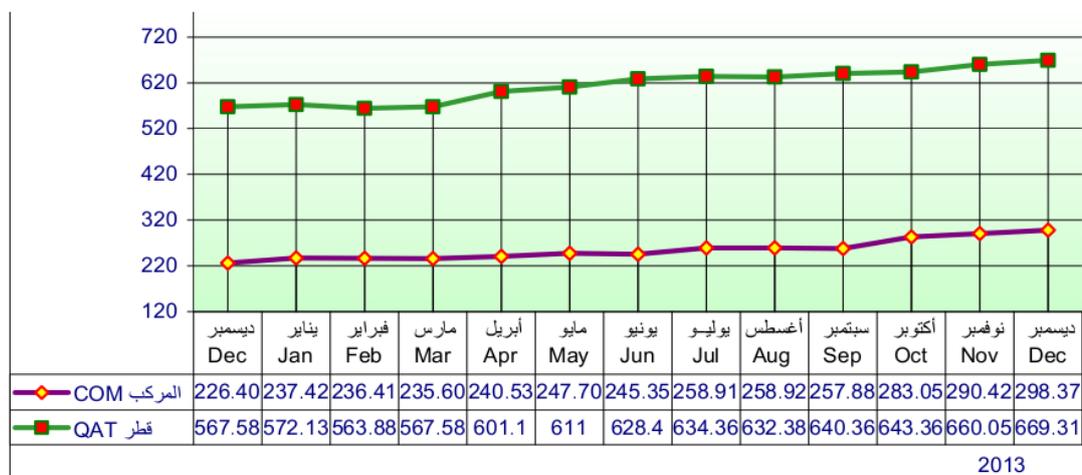
الشكل رقم (3-1) :تطور مؤشر سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة (2008 - 2013)



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج **Microsoft Excel** والنشرة الإحصائية الفصلية مصرف قطر المركزي المجلد 33، العدد 4، ص 72.

بينما سجل المؤشر الذي يحسبه صندوق النقد العربي لسوق الدوحة للأوراق المالية في نهاية عام 2008 انخفاضا ليبلغ 3.9% مع نهاية عام 2007، وفي نهاية عام 2009 ارتفاعا طفيفا بنسبة 1.1% ليصل في النصف الأول من سنة 2010 إلى 6899.81 نقطة، فيما كان قد سجل ارتفاعا في الربع الأول بلغ 7.23%. ليواصل المؤشر ارتفاعه ليصل إلى 8779 نقطة في نهاية سنة 2011، ليواصل مؤشر السوق صعود حيث ارتفع بنسبة 1.6 خلال الربع الثالث من سنة 2012. خلال عام 2013 واصل مؤشر الصندوق لهذه البورصة ليصل إلى نسبة نمو 4.5% خلال الربع الأخير من هذه السنة مقارنة مع ارتفاع بنسبة 1.9% عن الربع الذي سبقه، والشكل التالي يوضح ذلك .

الشكل رقم (3- 2):يوضح تطور مؤشر سوق الدوحة المحسوب من قبل AMF خلال سنة 2013



المصدر

صندوق

النقد

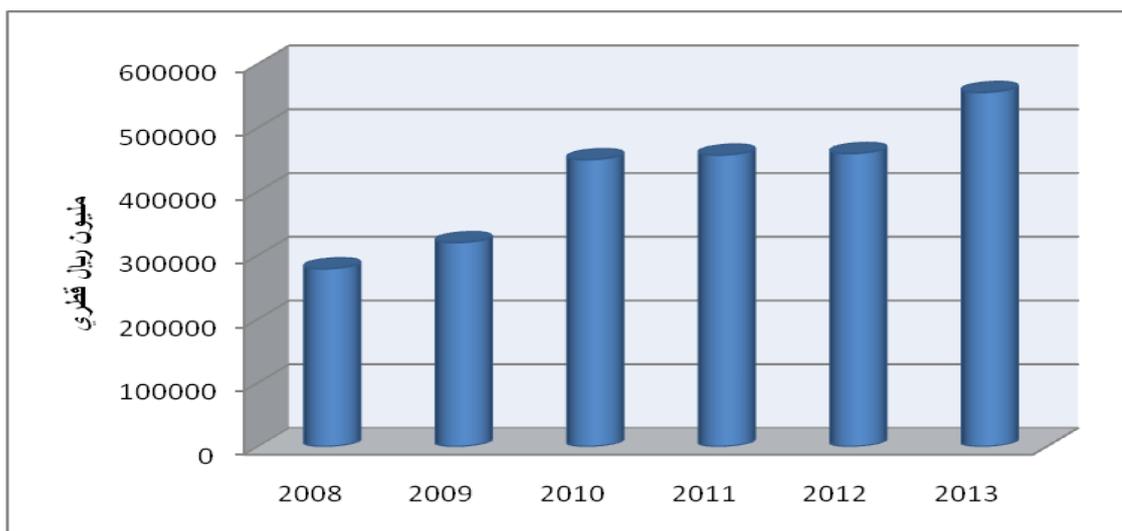
	نسبة التغير بين الفترةين (%)	ديسمبر 2012 Dec	ديسمبر 2013 Dec	نسبة التغير بين الفترةين (%)	سبتمبر 2013 Sep	ديسمبر 2013 Dec
النقد	17.9	567.6	669.3	4.5	640.4	669.3

العربي النشرة الفصلية لقاعدة بيانات الأسواق المالية العربية العدد75- 2013، ص69.

2- رسملة السوق (Market capitalization):

تتمثل رسملة السوق في القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في سوق الدوحة، حيث سجلت في عام 2008 انخفاضا حيث بلغت حوالي 76.63 مليار دولار مقابل 95.5 مليار دولار في نهاية عام 2007. ثم واصلت الرسملة السوقية في الارتفاع حيث ارتفعت في نهاية عام 2009 بنسبة 14.75% لتبلغ حوالي 87.93 مليار دولار مقابل 76.63 مليار دولار. في نهاية عام 2008 وحيث شكلت القيمة السوقية لسوق الدوحة في الربع الثالث نحو 9.7% من إجمالي القيمة السوقية للأسواق العربية. خلال نهاية عام 2010 بلغت القيمة السوقية نحو 35.71 مليار دولار واستمرت القيمة السوقية في الارتفاع إلى أن بلغت 128.6 مليار دولار في نهاية الربع الثالث من عام 2012. وبعدها واصلت في الارتفاع لتصل إلى 152.59 مليار دولار في نهاية شهر ديسمبر، ليرتفع بذلك متوسط القيمة السوقية للشركة الواحدة حوالي 3.63 مليار دولار .

الشكل رقم (3 - 3):تطور الرسملة لسوق الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة (2008 - 2013)

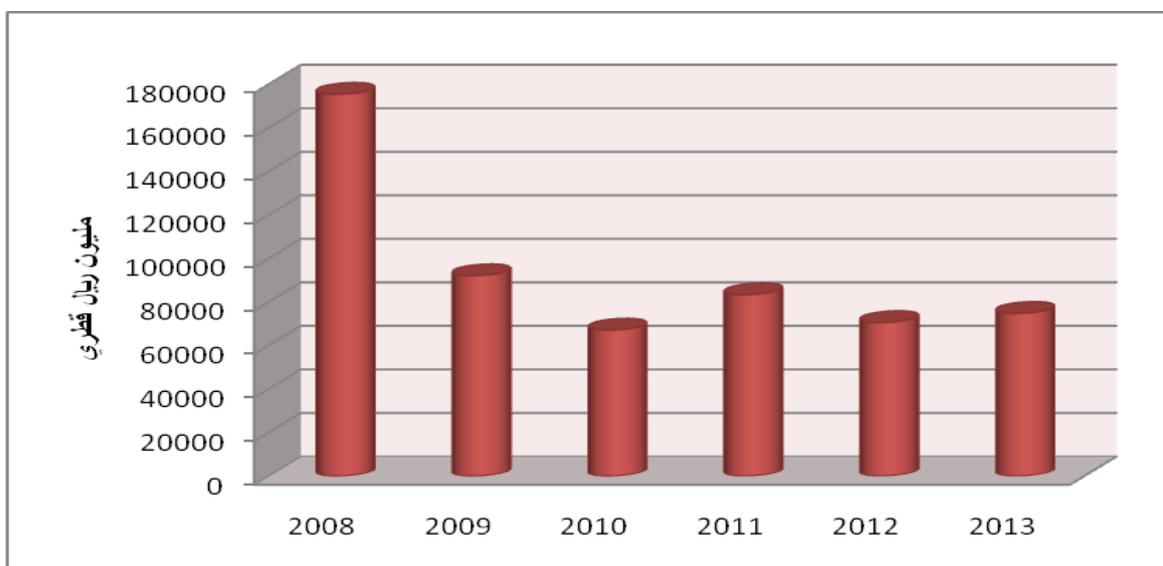


المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج Microsoft Excel والنشرة الإحصائية الفصلية مصرف قطر المركزي المجلد 33، العدد 4، 2013، ص 72.

3- قيمة الأسهم المتداولة (Value of shares traded):

سجلت قيمة الأسهم المتداولة انخفاضا بنسبة 47.5 لتبلغ حوالي 25.32 مليار دولار مقابل 48.22 مليار دولار خلال سنة 2008. لتواصل في الارتفاع بنسبة 120% خلال سنة 2010، وبعد ذلك واصلت في الارتفاع إلى أن تصل خلال سنة 2003 حوالي 5692 مليون دولار مما أدى ذلك إلى ارتفاع متوسط التداول اليومي إلى 98.1 مليون دولار في الربع الأخير من هذه السنة .

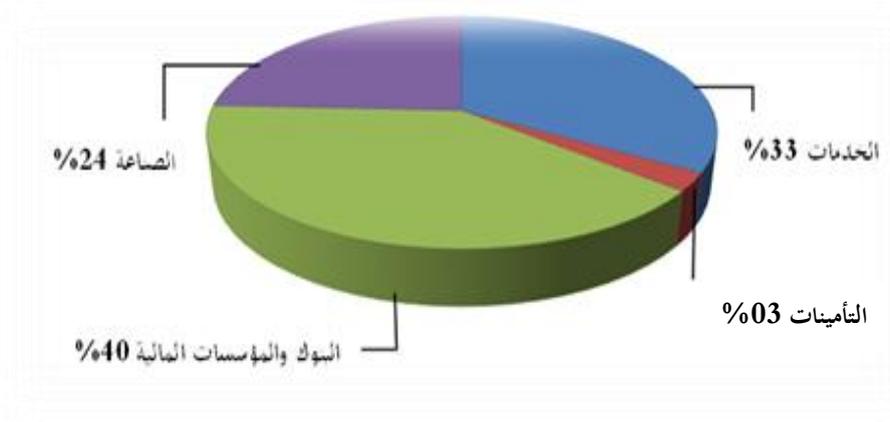
الشكل رقم (3 - 4):تطور قيمة الأسهم المتداولة في سوق الدوحة للأوراق المالية خلال (2008 - 2013)



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج Microsoft Excel والنشرة الإحصائية الفصلية مصرف قطر المركزي المجلد 33، العدد 4، 2013، ص 72

بينما على مستوى القطاعي ، فقد تصدر قطاع البنوك والمؤسسات المالية المرتبة الأولى على باقي الخدمات من حيث قيمة الأسهم المتداولة خلال سنة 2013 بنسبة 40% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة، ويليه قطاع الخدمات بنسبة 33% ثم يليه قطاع الصناعة بنسبة 24%، وأخيرا قطاع التأمين بنسبة 03% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة وهذا ما يوضحه الشكل التالي :

الشكل رقم (3 - 5): التوزيع القطاعي لقيمة الأسهم المتداولة على القطاعات بسوق الدوحة لسنة 2013 :

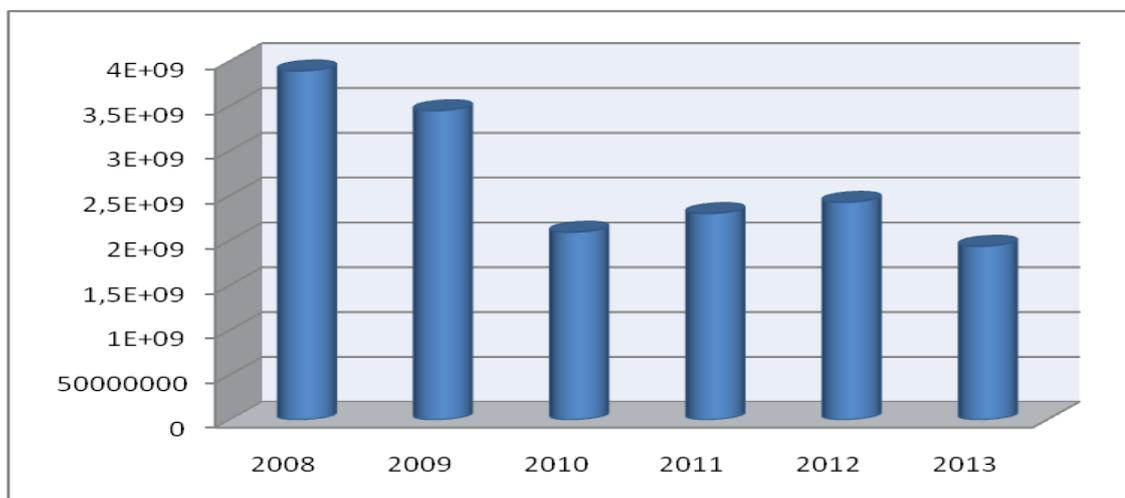


المصدر : والنشرة الإحصائية الفصلية مصرف قطر المركزي المجلد 33، العدد 4، 2013، ص 72.

4- عدد الأسهم المتداولة (Number of shares traded):

خلال عام 2009 انخفض عدد الأسهم المتداولة بنسبة 11.41% ليبلغ حوالي 3.450 مليار سهم ، مقارنة مع 3.894 مليار سهم تم تداولها خلال سنة 2008، إلا أن السوق تراجعت عافيتها في عام 2010، حيث بلغ حجم التداول نحو 18.43 مليار دولار مقابل 25.32 مليار دولار قيمة الأسهم المتداولة عن سنة 2009، لتبلغ خلال سنة 2012 حوالي 2.42 مليار سهم لينخفض بعدها خلال سنة 2013 ويصل إلى 1.93 مليار سهم.

الشكل رقم (3- 6):تطور عدد الأسهم المتداولة في سوق الدوحة للأوراق المالية خلال (2008 - 2013)

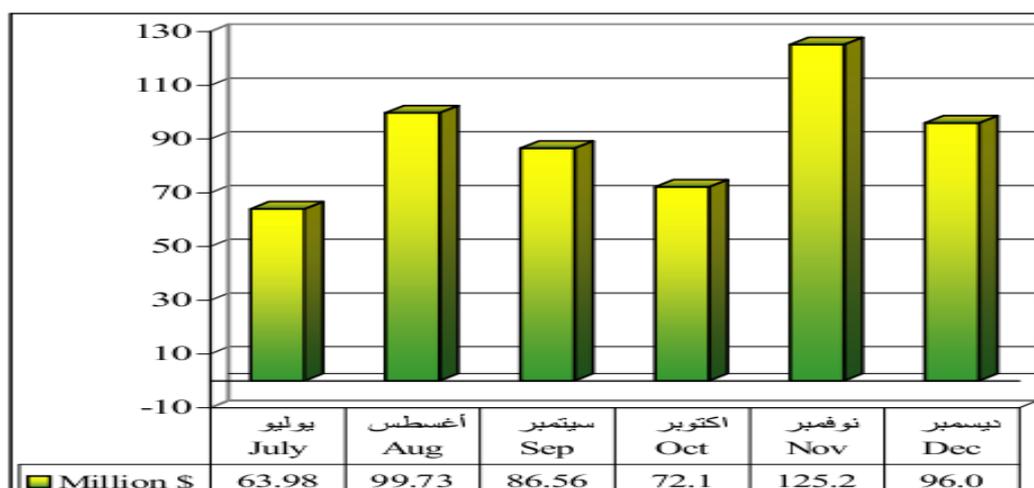


المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج Microsoft Excel والنشرة الإحصائية الفصلية مصرف قطر المركزي المجلد 33، العدد 4، 2013، ص 72

5- متوسط التداول اليومي (Average daily trading):

شهد متوسط التداول اليومي خلال عام 2009، انخفاض في متوسط التداول اليومي حيث بل 100.1 مليون دولار مقارنة مع سنة 2008 حوالي 189.84 مليون دولار ، ثم واصل ارتفاعه ليصل في سنة 2012 ليصل 104 مليون دولار خلال الربع الثالث، لينخفض في سنة 2013 إلى 98.1 مليون دولار في الربع الأخير من هذه السنة .

الشكل رقم (3-7): متوسط التداول اليومي لسوق الدوحة خلال السداسي الثاني لسنة 2009.



المصدر: صندوق النقد العربي النشرة الفصلية لقاعدة بيانات الأسواق المالية العربية، العدد75، سنة 2013، ص 72.

6 - معدل دوران السهم (Turnover Ratio):

شهد معدل دوران السهم خلال عام 2009 انخفاض من 26.91% إلى 28.8% خلال نفس الفترة ، وفي سنة 2010 ارتفع بنسبة 4.9% ، ونسبة 5.1% في سنة 2012 ، أما خلال عام 2013 فقد ارتفع بنسبة 3.1% خلال الربع الأول.

المطلب الرابع : تطورات ذات علاقة بنشاط السوق :

نتناول هنا المتغيرات التي لها تأثير على أداء السوق والمتمثلة في :

- إجمالي الناتج المحلي (Gross domestic product)

- التضخم (Inflation)

- التجارة الخارجية وميزان المدفوعات (Foreign trade and balance of payments)

- سعر الصرف (Exchange rate)

1 - إجمالي الناتج المحلي (Gross domestic Product) :

واصل الناتج المحلي الإجمالي لدولة قطر خلال عام 2013 مسيرة النمو التي بدأت منذ أكثر من عقد من الزمان، وان كان بوتيرة اهدأ هذا العام، حيث تباطأ معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي خلال عام 2013 ليقتصر على نحو 6.65% مقارنة بمعدل نمو قدره 12.2% خلال العام السابق (2012)، ليصل بذلك إجمالي الناتج المحلي الإجمالي خلال عام 2013 إلى نحو 736.918 مليار ريال مقارنة بنحو 700.34 مليار ريال خلال عام 2012.

الجدول رقم (3-1): تطور الناتج المحلي الإجمالي لدولة قطر خلال الفترة (2008-2013)

2013	2012	2011	2010	2009	2008	الناتج المحلي الإجمالي
736.91	700.34	624.17	455.45	402.99	357.86	مجموع الناتج المحلي الإجمالي
8	5	3	5	3	0	الإجمالي
6.65	12.2	37.05	27.94	37.1	-11.2	معدل النمو

المصدر : النشرة الإحصائية الفصلية مصرف قطر المركزي المجلد34، العدد 1، 2014، ص. 56.

2- التضخم (Inflation):

بعد أن خرجت دولة قطر من مرحلة انكماش الأسعار خلال الثلاث أعوام السابقة فإنها قد شهدت مستوى متواضعا للتضخم في عام 2013. وقد ارتفع المتوسط السنوي للرقم القياسي لأسعار المستهلك بنسبة 3.13% من 110.96 في عام 2012 إلى 114.44 في عام 2013. أي بمعدل تضخم أكبر من السنة السابقة، وقد توافقت معدلات التضخم مع الاتجاهات العالمية والإقليمية حيث تراجعت الضغوط التضخمية إلى حد كبير بسبب الركود في النشاط الاقتصادي والاعتدال الكبير في أسعار المواد الغذائية وأسعار النفط العالمية .

الجدول رقم (3-2): تطور الرقم القياسي للأسعار لدولة قطر خلال الفترة (2008-2013)

2013	2012	2011	2010	2009	2008	الرقم
114.44	111.96	108.93	406.87	109.54	130.86	الرقم القياسي للأسعار
3.13	1.87	1.93	-2.44	-4.89	15.16	معدل التغير

المصدر : النشرة الإحصائية الفصلية مصرف قطر المركزي المجلد34، العدد 1، 2014، ص. 70.

3 - التجارة الخارجية وميزان المدفوعات (Foreign trade and balance of payments):

في خضم تباطؤ نمو الاقتصاد العالمي، ينمو الاقتصاد القطري بوتيرة أسرع نسبيا اعتمادا على استخراج النفط بكمية تزيد عن 735000 برميل يوميا إلى جانب كونه أكبر مصدر للغاز الطبيعي في

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لأثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء سوق الدوحة للأوراق المالية

العالم. تلعب التجارة الخارجية دورا هام في النشاط الاقتصادي القطري كونه اقتصاد قائم على التصدير، ونظرا لزيادة أسعار السلع الرئيسية، فقد أضرت واردات وصادرات الدولة من السلع نموها الإيجابي خلال عام 2013 مقارنة بالعام السابق. وتجدر الإشارة أن التجارة الخارجية لدولة قطر تنمو بشكل ملحوظ في السنوات الأخيرة إلى الجانب النمو الاقتصادي الثابت، نظرا لاستمرار المشاريع المتصلة بالنفط والغاز والصناعة والبنية التحتية. حيث بلغ إجمالي التجارة الخارجية بدولة قطر نحو 346.554 مليار ريال أي بمعدل 30.54% في عام 2013.

الجدول رقم (3-3): تطور التجارة الخارجية لدولة قطر خلال الفترة (2008-2013)

البيان	2008	2009	2010	2011	2012	2013
الصادرات السلعية (فوب)	244.999	174.745	272.871	416.047	484.003	498.450
الواردات السلعية (سيف)	91.492	81.726	96.210	98.010	112.065	114.568
إجمالي التجارة الخارجية	336.491	256.471	369.081	514.057	112.065	613.018

المصدر: التقرير السنوي لمصرف قطر المركزي، العدد 36، 2012، ص 151

وفيما يخص ميزان المدفوعات فأن الأرقام تشير إلى أن فائض ميزان المدفوعات القطري قد حقق فائض بلغ 32.994 مليار ريال قطري في عام 2013، ويعود هذا الفائض إلى ارتفاع معدل الفائض في الحساب الجاري بنسبة 1.62% والذي بلغ نحو 227.816 مليار ريال قطري في عام 2013 مقارنة بنحو 224.171 مليار ريال في عام 2012 مع تزايد العجز في الحساب الرأسمالي والمالي إلى 198.370 مليار ريال قطري مقارنة بالعجز الذي بلغ نحو 162 في عام 2012.

الجدول رقم (3-4): تطور ميزان المدفوعات لدولة قطر خلال الفترة (2008-2013)

البيان	2008	2009	2010	2011	2012	2013
رصيد الحساب الجاري	96.804	23.255	87.184	189.200	224.171	227.816
الحساب الرأسمالي والمالي	-87.308	2.197	-38.868	-227.805	-162.002	-198.370
فائض ميزان المدفوعات	1.623	30.258	44.393	-52.211	58.529	32.994

المصدر: النشرة الإحصائية الفصلية مصرف قطر المركزي المجلد 34، العدد 1، 2014، ص 68.

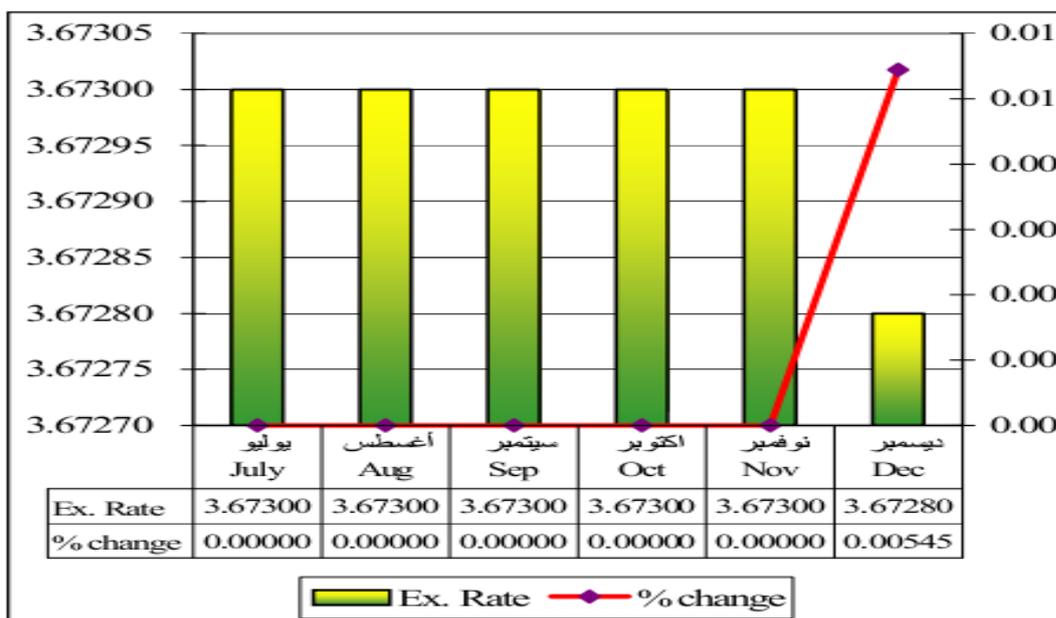
4- سعر الصرف (Exchange rate):

استمر مصرف قطر المركزي خلال عام 2013 في تبني سياسة تثبيت سعر صرف الريال القطري مقابل الدولار الأمريكي بسعر وسطي قدره 3.64 ريال لكل دولار. واعتمدت سياسة ربط الريال القطري بالدولار الأمريكي منذ سنة 2001 ونجحت إستراتيجية الربط في الحفاظ على ثبات قيمة الريال القطري على مدى أكثر من عقدين من الزمن، مما حقق دعماً للاقتصاد القطري فيتجنب مخاطر تقلبات الأسعار . علاوة على ذلك، فإن عملة الولايات المتحدة هي المعتمدة كأساس في معظم عقود تصدير النفط والغاز للدول، حيث يوفر هذا الربط أساساً موثقاً يؤمن استقرار اقتصاد الدولة .

بينما يستخدم التباين لتحليل مدى تأثير الريال القطري بالعملة الدولية الرئيسية وحقوق

السحب الخاصة، وقد شهد متوسط سعر صرف الريال القطري ارتفاعاً أمام العملات الرئيسية الأخرى خلال عام 2013.

الشكل رقم (3-8): تطور سعر الصرف مقابل الدولار خلال السداسي الثاني لسنة 2013.



المصدر: صندوق النقد العربي، النشرة الفصلية لقاعدة بيانات الأسواق المالية العربية، العدد 75، 2013، ص

المبحث الثاني: دراسة استقرارية مؤشر سوق الدوحة

نحاول من خلال هذا المبحث دراسة مدة كفاءة سوق الدوحة للأوراق المالية، وذلك من خلال دراسة سلوك الأسعار اليومية لأسهم الشركات المدرجة في السوق والمعبر عنها بمؤشر السوق المرجح بالقيمة السوقية للأسهم القابلة للتداول، وذلك خلال الفترة الممتدة ما بين (2008/01/01 إلى غاية 2013/12/01) مما يعطينا 1412 مشاهدة يومية.

قبل الشروع في دراسة تقلبات أي ظاهرة اقتصادية لا بد من التأكد أولاً من وجود اتجاه في السلسلة الزمنية، وحسب طبيعة نمو السلسلة يمكننا أن نميز بين سلاسل زمنية مستقرة (stationary time series)، وسلاسل زمنية غير مستقرة (non stationary time series) أي ذات اتجاه. إن السلسلة المستقرة هي تلك التي تتغير مستوياتها مع الزمن دون أن يتغير المتوسط فيها، وذلك من خلال فترة زمنية طويلة نسبياً، أي أن السلسلة لا يوجد فيها اتجاه لا نحو الزيادة ولا نحو النقصان، أما السلسلة الزمنية غير مستقرة فإن المتوسط فيها يتغير باستمرار نحو الزيادة أو النقصان¹.

هناك طرق عدة لقياس اختبار الاستقرارية، وهذه الاختبارات هي اختبار الجذر الوحدوي ، اختبار دكي - فولر (Dickey-Fuller)، اختبار عن طريق التمثيل البياني لدوال الارتباط الذاتي، اختبار فليب بيرون (PHlips-Perron)، اختبار (1992) KPSS.

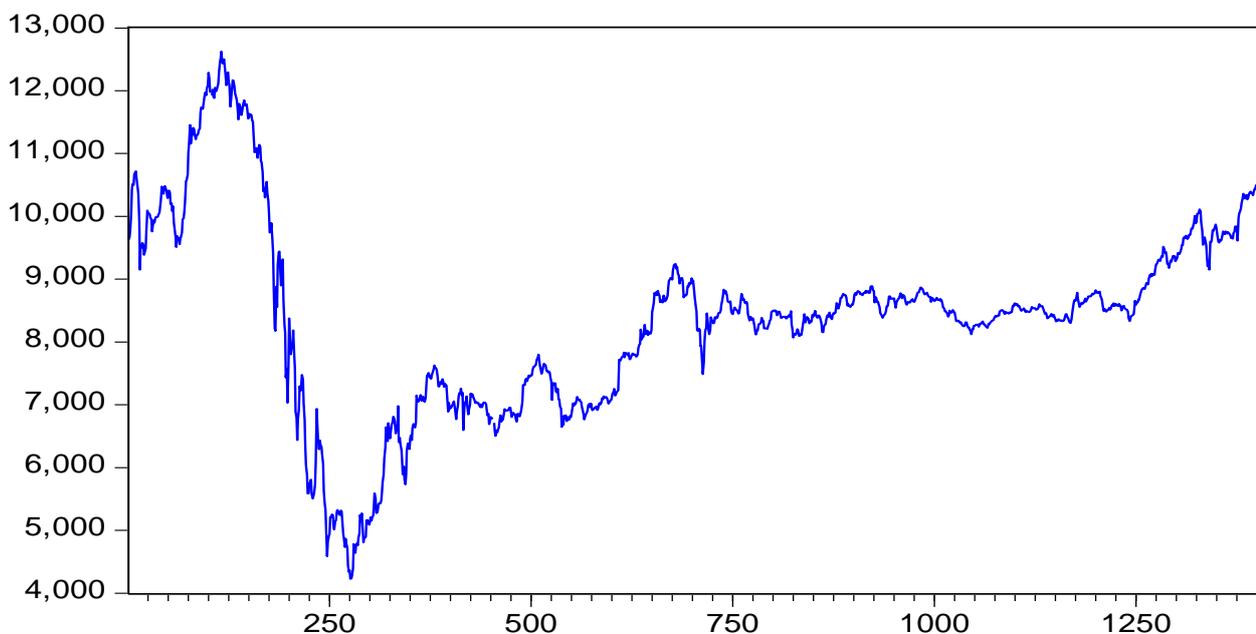
¹ - شيخي محمد، طرق الاقتصاد القياسي، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2012، ص200.

المطلب الأول: عرض تطور مؤشر سوق الدوحة للأوراق المالية

نعرض تطور مؤشر سوق الدوحة للفترة المدروسة، وهذا ما يوضحه الشكل التالي :

الشكل (3-9): تطور مؤشر سوق الدوحة للأوراق المالية للفترة (2008/01/01-2013/12/31)

DSM



المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على البرنامج الإحصائي Eviews 07

يلاحظ من الشكل أعلاه درجة تشتت كبير لمؤشر سوق الدوحة للأوراق المالية أي أن السلسلة غير مستقرة، حيث نلاحظ مواصلة مؤشر السوق مساره الصعودي خلال سنة 2008 ليصل إلى قمة مستوياته في شهر جوان 2008 عند النقطة 12627.32 نقطة. ومنذ ارتقائه إلى أعلى المستويات ، اتخذ مؤشر السوق منحني هبوطيا على مدى تسعة أشهر بداية من شهر جوان 2008، حيث استمر تراجع أسعار أسهم الشركات المدرجة في السوق وواصل أداء السوق في التراجعي بصورة تدريجية إلى أن سجل مؤشر السوق أدنى مستوى له عند مستوى 4230.19 نقطة بداية شهر مارس 2009، وهذا راجع لتأثير الأزمة المالية على سوق الدوحة للأوراق المالية بصفة خاصة وعلى الاقتصاد القطري بصفة عامة. ومنذ شهر مارس 2009 بدأ أداء السوق بالتحسن تدريجيا حيث واصل مؤشر السوق منحني صعوديا لتعويض خسائره بشكل تدريجي.

ولتأكيد أن السلسلة الزمنية لمؤشر سوق الدوحة غير مستقرة يجب علينا القيام بمجموعة من الاختبارات للكشف عن استقرار السلسلة.

المطلب الثاني : دراسة استقرارية المؤشر باستخدام دالة الارتباط الذاتي واختبار ديكي فولر

1 - اختبار معنوية معاملات دالة الارتباط الذاتي :

تكون السلسلة DSM مستقرة إذا كانت معاملات دالة الارتباط يساوي الصفر أو لا يختلف معنويًا على الصفر، أي أن معاملات الارتباط الذاتي كلها داخل مجال الثقة. حيث يمكن إجراء اختبار مشترك لمعنوية معاملات الارتباط الآتي كمجموعة وذلك باستخدام اختبار (Ljung-Box)، هذا الاختبار يؤكد بأن السلسلة تكون غير مستقرة في حالة Q-Stat المحسوبة أكبر من X^2 الجدولية، حيث يتم رفض الفرض العدمي H_0 الذي ينص على أن كل معاملات الارتباط الذاتي يساوي للصفر، ونقبل فرضية عدم انعدام معاملات الارتباط الذاتي.

الجدول رقم (3-5): نتائج اختبار معنوية معاملات دالة الارتباط الذاتي

Date: 09/07/14 Time: 12:36
Sample: 1 1412
Included observations: 1410

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob
		1 0.991	0.991	1388.5	0.000
		2 0.986	0.200	2763.5	0.000
		3 0.981	0.033	4124.8	0.000
		4 0.976	0.015	5473.0	0.000
		5 0.970	-0.025	6806.8	0.000
		6 0.965	0.014	8127.5	0.000
		7 0.960	0.001	9435.0	0.000
		8 0.955	0.023	10731.	0.000
		9 0.950	-0.014	12013.	0.000
		10 0.945	0.003	13283.	0.000
		11 0.941	0.038	14543.	0.000
		12 0.937	0.040	15793.	0.000
		13 0.933	0.018	17033.	0.000
		14 0.929	0.016	18265.	0.000
		15 0.925	-0.027	19487.	0.000
		16 0.921	-0.048	20697.	0.000
		17 0.916	-0.023	21896.	0.000
		18 0.911	-0.012	23083.	0.000
		19 0.906	0.024	24259.	0.000
		20 0.901	-0.036	25422.	0.000
		21 0.896	-0.021	26573.	0.000
		22 0.891	-0.007	27711.	0.000
		23 0.886	-0.001	28837.	0.000
		24 0.880	0.001	29951.	0.000
		25 0.875	-0.029	31051.	0.000

المصدر : من اعداد الطالب بالاعتماد على برنامج Eviews 07

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن معاملات الارتباط الذاتي كلها خارج مجال الثقة، والمعبر عنها بالخطين المتقطعين مما يعني ان السلسلة تختلف معنويًا على الصفر، وبالتالي فهي غير مستقرة. ويمكننا اثبات ذلك من خلال اختبار (Ljung-Box)، حيث توافق الإحصائية المحسوبة لهذا الاختبار آخر قيمة للعمود Q-Stat والتي بلغت Q-Stat=(31051).

وبما أن قيمة Q-Stat أكبر من القيمة الجدولية لتوزيع كاي مربع والتي تساوي $X^2_{0.05,25} = 37.652$ وبالتالي نرفض H_0 فرضية انعدام معاملات الارتباط الذاتي، ونقبل H_1 فرضية عدم انعدام معاملات الارتباط الذاتي، مما يوضح عدم استقرار السلسلة DMS.

2 - اختبار ديكو- فولر Dickey-Fuller(DF) test :

تعمل اختبارات ديكي- فولر (Dickey-Fuller)، 1979 على البحث في الاستقرار أو عدمها لسلسلة زمنية ما، وذلك بتحديد مركبة الاتجاه العام، سواء كانت تحديديه (déterministe) أو عشوائية (Stochastique). ويقوم اختبار DF باستخدام عدد من صيغ الانحدار تتمثل فيما يلي¹:

$$\begin{aligned} \Delta Y_t &= \lambda y_{t-1} + \varepsilon_t \dots\dots\dots(01) \\ \Delta Y_t &= \lambda y_{t-1} + c + \varepsilon_t \dots\dots\dots(02) \\ \Delta Y_t &= \lambda y_{t-1} + c + bt + \varepsilon_t \dots\dots\dots(03) \end{aligned}$$

حيث أن: $\lambda = \phi - 1$

حيث ε_t : حد الخطأ العشوائي، والذي يفترض فيه: وسط حسابي معدوم، تباين ثابت، وقيم غي مرتبطة (عندئذ يسمى حد الخطأ أو التشويش الأبيض)

إن اختبار الفرضية: $H_0: \lambda = 0$ هو نفسه اختبار الفرضية $H_0: \phi = 1$

وفي كل الصيغ الثلاثة التي تكون عليها الفرضيات من الشكل :

$$H_0: \lambda = 0 \quad (\phi = 1)$$

$$H_1: \lambda \neq 0 \quad (\phi \neq 1)$$

إن مبدأ هذا الاختبار بسيط ويتمثل في إذا تحققت الفرضية $H_0: \phi = 1$ أي $(H_0: \lambda = 0)$ في أحد النماذج الثلاثة فإن السلسلة غير مستقرة .

وبالاستعانة ببرنامج Eviews 07 نقوم بتقدير النماذج الثلاثة الخاصة باختبار ديكي- فولر :

1 - شيخي محمد، مرجع سابق، ص209.

3-1- تقدير النموذج رقم (3):

$$\Delta Y_t = \lambda y_{t-1} + c + bt + \varepsilon_t$$

بين الجدول التالي نتائج تقدير المعادلة :

الجدول رقم (3-6): نتائج تقدير النموذج رقم (3)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DSM(-1)	-0.003153	0.002128	-1.481757	0.1386
C	19.10666	18.22207	1.048545	0.2946
@TREND	0.011222	0.007905	1.419619	0.1559
R-squared	0.002627	Mean dependent var		0.606681
Adjusted R-squared	0.001206	S.D. dependent var		119.6340
S.E. of regression	119.5618	Akaike info criterion		12.40767
Sum squared resid	20070228	Schwarz criterion		12.41887
Log likelihood	-8725.799	Hannan-Quinn criter.		12.41186
F-statistic	1.849118	Durbin-Watson stat		1.744687
Prob(F-statistic)	0.157759			

المصدر :من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج Eviews 07

نلاحظ من الجدول أعلاه أن معامل خط الاتجاه يساوي (0.1559) ليس معنوي ويختلف على الصفر، ومنه نرفض وجود اتجاهات ثابتة ولدينا الإحصائية المحسوبة (-1.481) وهي أكبر من الجدولية (-3.41) عند مستوى معنوي 5% ، وبالتالي قبول الفرض العدمي ومنه يوجد جذر وحدوي والسلسلة غير مستقرة .

3-2- تقدير النموذج رقم (2)

بين الجدول التالي نتائج تقدير المعادلة :

$$\Delta Y_t = \lambda y_{t-1} + c + \varepsilon_t$$

الجدول رقم (3-7): نتائج تقدير النموذج رقم (2)

Dependent Variable: DDSM
 Method: Least Squares
 Date: 09/07/14 Time: 14:30
 Sample (adjusted): 2 1412
 Included observations: 1407 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DSM(-1)	-0.002733	0.002108	-1.296805	0.1949
C	23.52788	17.96045	1.309983	0.1904
R-squared	0.001196	Mean dependent var		0.606681
Adjusted R-squared	0.000485	S.D. dependent var		119.6340
S.E. of regression	119.6050	Akaike info criterion		12.40769
Sum squared resid	20099037	Schwarz criterion		12.41515
Log likelihood	-8726.808	Hannan-Quinn criter.		12.41048
F-statistic	1.681703	Durbin-Watson stat		1.742916
Prob(F-statistic)	0.194911			

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج Eviews 07

نلاحظ من الجدول أعلاه أن الإحصائية المحسوبة (-1.29) وهي أكبر من الجدولية (-2.86)

عند مستوى معنوي 5% ، وبالتالي قبول الفرض العدمي ومنه يوجد جذر وحدوي والسلسلة غير مستقرة

3-3- تقدير نموذج رقم (01):

$$\Delta Y_t = \lambda y_{t-1} + \varepsilon_t$$

بين الجدول التالي نتائج تقدير المعادلة :

الجدول رقم (3-8): نتائج تقدير نموذج رقم (01)

Dependent Variable: DDSM
 Method: Least Squares
 Date: 09/07/14 Time: 14:39
 Sample (adjusted): 2 1412
 Included observations: 1407 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DSM(-1)	-1.61E-05	0.000374	-0.042976	0.9657
R-squared	-0.000024	Mean dependent var		0.606681
Adjusted R-squared	-0.000024	S.D. dependent var		119.6340
S.E. of regression	119.6355	Akaike info criterion		12.40749
Sum squared resid	20123586	Schwarz criterion		12.41122
Log likelihood	-8727.667	Hannan-Quinn criter.		12.40888
Durbin-Watson stat	1.745521			

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج Eviews 07
 نلاحظ من الجدول أعلاه أن الإحصائية المحسوبة (-0.042) وهي أكبر من الجدولية (-2.86) عند مستوى معنوي 5% ، وبالتالي قبول الفرض العدمي ومنه يوجد جذر وحدوي والسلسلة غير مستقرة .
 ففي حالة وجود مشكلة الارتباط الذاتي في بالحد العشوائي ϵ_t فإن الصيغة الملائمة لإثبات فرضية الجذر الوجودي هي استخدام اختبار دكي - فولر المطور (ADF) .
 المطلوب الثالث :دراسة استقرارية المؤشر باستخدام اختبار ديكبي فولر المتطور واختبار فليب بيرون واختبار kps .

1- اختبار دكي- فولر المطور (ADF) Dickey-Fuller Augmentes :

إن اختبارات (ADF) تركز على الفرضية $H_1: |\phi| < 1$ وعلى التقدير بواسطة المربعات

الصغرى:

$$\Delta Y_t = \lambda y_{t-1} - \sum_{j=2}^p \phi_j \Delta y_{t-j+1} + \epsilon_t \dots \dots \dots (4)$$

$$\Delta Y_t = \lambda y_{t-1} - \sum_{j=2}^p \phi_j \Delta y_{t-j+1} + c + \epsilon_t \dots \dots \dots (5)$$

$$\Delta Y_t = \lambda y_{t-1} - \sum_{j=2}^p \phi_j \Delta y_{t-j+1} + c + bt + \epsilon_t \dots \dots \dots (6)$$

إن اختبار ADF يحمل نفس خصائص اختبار DF، بحيث يستخدم الفروقات ذات الفجوات

$$\Delta y_{t-1} = y_{t-1} - y_{t-1} \text{ ، حيث } \Delta y_{t-j+1} \text{ الزمنية}$$

، $\Delta y_{t-2} = y_{t-2} - y_{t-3}$ ، الخ..... ويتم إدراج عدد من الفروقات حتى تختفي مشكلة الارتباط الذاتي.

يمكن تلخيص نتائج تقدير النماذج الثلاثة لاختبار ADF في الجدول التالي :

الجدول رقم (3-9) : بين الجدول التالي نتائج تقدير المعادلة (4,5,6):

نتائج تقدير نموذج رقم (06)					نتائج تقدير نموذج رقم (05)					نتائج تقدير نموذج رقم (04)				
Null Hypothesis: DSM has a unit root Exogenous: None Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=23)					Null Hypothesis: DSM has a unit root Exogenous: Constant Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=23)					Null Hypothesis: DSM has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=23)				
		t-Statistic	Prob.*				t-Statistic	Prob.*				t-Statistic	Prob.*	
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-0.129108	0.6391		Augmented Dickey-Fuller test statistic		-1.628020	0.4679		Augmented Dickey-Fuller test statistic		-1.804543	0.7023	
Test critical values:		1% level	-2.566610		Test critical values:		1% level	-2.434798		Test critical values:		1% level	-3.964594	
		5% level	-1.941049				5% level	-2.863392				5% level	-3.413014	
		10% level	-1.616548				10% level	-2.567805				10% level	-3.128508	
*Mackinnon (1996) one-sided p-values.					*Mackinnon (1996) one-sided p-values.					*Mackinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(DSM) Method: Least Squares Date: 09/09/14 Time: 14:34 Sample (adjusted): 3 1412 Included observations: 1404 after adjustments					Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(DSM) Method: Least Squares Date: 09/09/14 Time: 14:45 Sample (adjusted): 3 1412 Included observations: 1404 after adjustments					Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(DSM) Method: Least Squares Date: 09/09/14 Time: 14:53 Sample (adjusted): 3 1412 Included observations: 1404 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DSM(-1)	-4.80E-05	0.000372	-0.129108	0.8973	DSM(-1)	-0.003418	0.002100	-1.628020	0.1037	DSM(-1)	-0.003826	0.002120	-1.804543	0.0714
D(DSM(-1))	0.126760	0.026515	4.780642	0.0000	D(DSM(-1))	0.128746	0.026527	4.853307	0.0000	D(DSM(-1))	0.127882	0.026527	4.820833	0.0000
					C	29.16660	17.88346	1.630926	0.1031	C	24.99611	18.13832	1.378083	0.1684
										@TREND(1)	0.010715	0.007867	1.362026	0.1734
R-squared	0.016016	Mean dependent var	0.611966		R-squared	0.017881	Mean dependent var	0.611966		R-squared	0.019181	Mean dependent var	0.611966	
Adjusted R-squared	0.015315	S.D. dependent var	119.6802		Adjusted R-squared	0.016479	S.D. dependent var	119.6802		Adjusted R-squared	0.017079	S.D. dependent var	119.6802	
S.E. of regression	118.7603	Akaike info criterion	12.39351		S.E. of regression	118.6900	Akaike info criterion	12.39304		S.E. of regression	118.6538	Akaike info criterion	12.39314	
Sum squared resid	19773813	Schwarz criterion	12.40099		Sum squared resid	19736342	Schwarz criterion	12.40425		Sum squared resid	19710224	Schwarz criterion	12.40809	
Log likelihood	-8698.247	Hannan-Quinn criter.	12.39631		Log likelihood	-8696.916	Hannan-Quinn criter.	12.39723		Log likelihood	-8695.986	Hannan-Quinn criter.	12.39873	
Durbin-Watson stat	2.015292				F-statistic	12.75376	Durbin-Watson stat	2.016617		F-statistic	9.126067	Durbin-Watson stat	2.016630	
					Prob(F-statistic)	0.000003				Prob(F-statistic)	0.000006			

العدمي H_0 أي يوجد جذر وحدوي للسلسلة مؤشر بورصة قطر (DMS)، وهي غير مستقرة .

2 - اختبار فليب بيرون (1998) Phillips –Perron:

يعتبر هذا الاختبار غير المعلمي فعالا ، حيث يأخذ بعين الاعتبار التباين الشرطي للأخطاء ، فهو يسمح

بالغاء التحيزات الناتجة عن المميزات الخاصة للتذبذبات العشوائية ، حيث اعتمد فيليب بيرون (1998)

نفس التوزيعات المحدودة DF، ADF. يتم إجراء هذه الاختبار في أربعة مراحل :

- تقدير بواسطة OLS النماذج الثلاثة القاعدية لاختبار DF، مع حساب الإحصائيات

$$\sigma^2 = \frac{1}{n} \sum_{t=1}^n \varepsilon_t^2 \text{ المرافقة.}$$

- تقدير التباين قصير المدى :

حيث : $\hat{\epsilon}_t$ تمثل البواقي.

- تقدير المعامل المصحح S_t^2 ، المسمى التباين طويل المدى، المستخرج من خلال التباينات المشتركة

لبواقي النماذج السابقة، حيث :

$$s_t^2 = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T \hat{\epsilon}_t^2 + 2 \sum_{i=1}^I \left(1 - \frac{i}{I+1}\right) \frac{1}{T} \sum_{t=i+1}^T \hat{\epsilon}_t \hat{\epsilon}_{t-i}$$

من أجل تقدير هذا التباين يجب من الضروري إيجاد عدد التباطؤات I ، والمقدرة بعدد المشاهدات

الكليّة T $I \approx 4 \left(\frac{T}{100}\right)^{2/3}$ على النحو التالي:

- حساب إحصائية فيليبس

$$t_{\phi_1}^* = \sqrt{k} \cdot \frac{(\phi_1^* - 1)}{\sigma_{\phi_1}^*} + \frac{T(k-1)\sigma_{\phi_1}^*}{\sqrt{k}}$$

وبيرون :

وذلك مع والذي يساوي -1 في الحالة التقاربية عندما $k = \frac{\sigma^2}{S_t^2}$ تكون $\hat{\epsilon}_t$ تشويشا أبيض . هذه الإحصائية تقارن مع القيمة الحرجة لجدول

(Mackinnon). وبالاعتماد على البرنامج الإحصائي Eviews 07 كانت نتائج تقدير النماذج

الثلاثة كالتالي :

بين الجدول التالي نتائج تقدير المعادلات (3,2,1):

الجدول رقم (3-10): نتائج تقدير نماذج (03,02,01)

نتائج تقدير نموذج رقم (03)					نتائج تقدير نموذج رقم (02)					نتائج تقدير نموذج رقم (01)				
Null Hypothesis: DSM has a unit root Exogenous: None Bandwidth: 10 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel					Null Hypothesis: DSM has a unit root Exogenous: Constant Bandwidth: 9 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel					Null Hypothesis: DSM has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Bandwidth: 10 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel				
			Adj. t-Stat	Prob.*				Adj. t-Stat	Prob.*				Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic			-0.091875	0.6519	Phillips-Perron test statistic			-1.503001	0.5320	Phillips-Perron test statistic			-1.641481	0.7762
Test critical values:	1% level		-2.566607		Test critical values:	1% level		-3.434739		Test critical values:	1% level		-3.964580	
	5% level		-1.941049			5% level		-2.863388			5% level		-3.413007	
	10% level		-1.616548			10% level		-2.567802			10% level		-3.128504	
*Mackinnon (1996) one-sided p-values.					*Mackinnon (1996) one-sided p-values.					*Mackinnon (1996) one-sided p-values.				
Residual variance (no correction)			14302.48		Residual variance (no correction)			14285.03		Residual variance (no correction)			14264.55	
HAC corrected variance (Bartlett kernel)			17487.25		HAC corrected variance (Bartlett kernel)			18087.76		HAC corrected variance (Bartlett kernel)			17447.74	
Phillips-Perron Test Equation Dependent Variable: D(DSM) Method: Least Squares Date: 09/09/14 Time: 15:34 Sample (adjusted): 2 1412 Included observations: 1407 after adjustments					Phillips-Perron Test Equation Dependent Variable: D(DSM) Method: Least Squares Date: 09/09/14 Time: 15:35 Sample (adjusted): 2 1412 Included observations: 1407 after adjustments					Phillips-Perron Test Equation Dependent Variable: D(DSM) Method: Least Squares Date: 09/09/14 Time: 15:36 Sample (adjusted): 2 1412 Included observations: 1407 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DSM(-1)	-1.61E-05	0.000374	-0.042976	0.9657	DSM(-1)	-0.002733	0.002108	-1.296805	0.1949	DSM(-1)	-0.003153	0.002128	-1.481757	0.1386
					C	23.52788	17.96045	1.309983	0.1904	C	19.10666	18.22207	1.048545	0.2946
										@TREND(1)	0.011222	0.007905	1.419619	0.1559
R-squared	-0.000024	Mean dependent var	0.606681		R-squared	0.001196	Mean dependent var	0.606681		R-squared	0.002627	Mean dependent var	0.606681	
Adjusted R-squared	0.000024	S.D. dependent var	119.6340		Adjusted R-squared	0.000485	S.D. dependent var	119.6340		Adjusted R-squared	0.001206	S.D. dependent var	119.6340	
S.E. of regression	119.6355	Akaike info criterion	12.40749		S.E. of regression	119.6050	Akaike info criterion	12.40769		S.E. of regression	119.5518	Akaike info criterion	12.40767	
Sum squared resid	20123596	Schwarz criterion	12.41122		Sum squared resid	20099037	Schwarz criterion	12.41515		Sum squared resid	20070228	Schwarz criterion	12.41687	
Log likelihood	-8727.667	Hannan-Quinn criter.	12.40888		Log likelihood	-8726.808	Hannan-Quinn criter.	12.41048		Log likelihood	-8725.799	Hannan-Quinn criter.	12.41186	
Durbin-Watson stat	1.745521				F-statistic	1.681703	Durbin-Watson stat	1.742916		F-statistic	1.849118	Durbin-Watson stat	1.744687	
					Prob(F-statistic)	0.194911				Prob(F-statistic)	0.157759			

المصدر :من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج Eviews 07

نلاحظ من الجدول أعلاه أن احتمالات النماذج الثلاثة (01)،(02)،(03) تساوي

(0.77)،(0.53)،(0.65) على الترتيب وبالتالي جميعها أكبر من 0.05 ، وبالتالي نقبل الفرض

العدمي H_0 أي يوجد جذر وحدوي للسلسلة مؤشر بورصة قطر (DMS) ،وهي غير مستقرة .

3 - اختبار Kpss(1992)

اقترح Kwiatkowski,Shin(1992),Schmidt,phillips استخدام اختبار مضاعف

لاجرانج لاختبار فرضية عدم التي تقرر الاستقرار للسلسلة ،ويكون اختبار Kpss على النحو

$$S_t = \sum_{i=1}^t \hat{\varepsilon}_i$$

التالي :

1 نجد تقدير النماذج (02)،(03) ، نحسب المجموع الجزئي للبواقي

2 تقدير التباين الطويل الأجل S_t^2 بنفس طريقة فيليبس وبيرون.

3 - نحسب إحصائيات اختبار Kpss من العلاقة $LM = \frac{1}{S_t^2} \cdot \frac{\sum_{t=1}^n S_t^2}{T^2}$

4 نرفض فرضية عدم (فرضية الاستقرار) :إذا كانت الإحصائية المحسوبة LM أكبر من القيمة الحرجة

المستخرجة من الجدول المعد من الطرف Kwiatkowski ،Shin،Schmidt،Phillips.

- نقبل بفرضية الاستقرار : إذا كانت الإحصائية LM أصغر من القيمة الحرجة.

- وبالاعتماد على البرنامج الإحصائي Eviews 07 كانت نتائج تقدير النماذج الثلاثة

كالتالي :

الجدول رقم(3-11):نتائج تقدير نماذج (02،03)

نتائج تقدير نموذج رقم (03)

Null Hypothesis: DSM is stationary	
Exogenous: Constant	
Bandwidth: 30 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel	
	LM-Stat.
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic	0.566282
Asymptotic critical values*:	
1% level	0.739000
5% level	0.463000
10% level	0.347000
*Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992, Table 1)	
Residual variance (no correction)	2297359.
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	67349022

نتائج تقدير نموذج رقم (02)

Null Hypothesis: DSM is stationary	
Exogenous: Constant, Linear Trend	
Bandwidth: 30 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel	
	LM-Stat.
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic	0.427628
Asymptotic critical values*:	
1% level	0.216000
5% level	0.146000
10% level	0.119000
*Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992, Table 1)	
Residual variance (no correction)	2253797.
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	65955129

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج Eviews 07

نلاحظ من الجدول أعلاه أن القيمة الحرجة ل LM لكل من النموذجين (02)، (03) تساوي (0.42)، (0.56) على الترتيب وبالتالي جميعها أكبر من القيمة الحرجة عند مستوى 5% والتي تساوي (0.14)، (0.46) على الترتيب ، وبالتالي نرفض الفرض العدمي H_0 ونقل بالفرض البديل أي مؤشر بورصة قطر (DMS) غير مستقرة.

المبحث الثالث : نمذجة قياسية لمؤشر السوق بدلالة الاستثمار الأجنبي غير المباشر

بعد عرض ومناقشة لواقع وأداء سوق الدوحة للأوراق المالية والى دراسة استقرارية المؤشر للبورصة من خلال هذا المبحث سوف نحاول الاستفادة من الأساليب الإحصائية التي توفرها لنا نظرية الاقتصاد القياسي في كتابة التغيرات الشهرية لمؤشر سوق الدوحة للأوراق المالية (DMS) خلال الفترة 2008-2013 ، شهريا كمتغير تابع بدلالة الاستثمار الأجنبي غير المباشر المفسر له.

المطلب الأول : الإطار العام لدراسة الحالة

1 - عينة الدراسة :

تتمثل عينة الدراسة في سوق الدوحة للأوراق المالية والقطاعات العاملة وهي قطاع البنوك والمؤسسات المالية، وقطاع الخدمات، وقطاع الصناعة، وقطاع التأمين، وذلك خلال الفترة الممتدة ما بين 2008/01/01 إلى 2013/12/01، وذلك مشاهدات تقدر ب 72 مشاهدة علما أن هذه المشاهدات تمثل المؤشر الشهري لبورصة قطر .

2 - بيانات الدراسة والأساليب الإحصائية المعتمدة :

تم جمع المعلومات والبيانات بالاعتماد على النشرات الشهرية الصادرة عن سوق الدوحة للأوراق المالية والخاصة بمؤشر السوق سواء على مستوى البورصة أو على مستوى القطاعات العاملة فيها ، وكذلك بالنسبة للاستثمار الأجنبي غير المباشر فقد تم تمثيله بعدد الأسهم المكتب فيها قبل المستثمرين الأجانب(غير القطريين).

أما فيما يخص الأساليب الإحصائية المعتمدة ، فإن الدراسة تعتمد على استخدام أسلوب الانحدار الخطي المتعدد والبسيط لإثبات مدى صحة فروض الدراسة، وذلك لاختبار العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة ، وقياس مدى تفسير المتغيرات المستقلة للمتغير التابع ، ومن أجل الكشف عن ذلك تم الاعتماد على البرنامج Eviews07.

3- متغيرات الدراسة :

تتمثل متغيرات الدراسة في خمسة متغيرات، مقسمة على متغير تابع واحد وثلاث متغيرات مستقلة والمتمثلة في :

1 للمتغير المتابع: يتمثل المتغير التابع للدراسة في مؤشر السوق (DMS)، حيث يعتبر من أهم المؤشرات الرئيسية المعبرة لأداء السوق والمستخدمة لقياس التغيرات التي تطرأ على أسعار الأسهم خلال فترة معينة.

2 -المتغيرات المستقلة : تتمثل المتغيرات المستقلة في أربعة متغيرات وهي:

- IFB: الاستثمار الأجنبي في قطاع البنوك والمؤسسات المالية

- IFI : الاستثمار الأجنبي في قطاع الصناعة

- IFA: الاستثمار الأجنبي في قطاع التأمينات

- IFS: الاستثمار الأجنبي في قطاع الخدمات

المطلب الثاني : تقديم النموذج القياسي المقترح لمؤشر سوق الدوحة للأوراق المالية

سوف نتطرق في هذا المطلب على تحديد النموذج القياسي لمؤشر سوق الدوحة للأوراق المالية

1- الصيغة الإحصائية للنموذج المقترح لمؤشر السوق خلال الفترة (2008/01/01 - 2013/12/31):

فيما يلي تقديم بسيط للكتابة الرياضية للنموذج القياسي الممثل لتغيرات مؤشر سوق الدوحة :

1 1 الكتابة الرياضية الخطية للمعادلات الإجمالية لمؤشر السوق:

بفرض وجود علاقة خطية بين المتغيرات الشهرية لمؤشر سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة 2008-2013 بدلالة كل من المتغيرات (الاستثمار الأجنبي في قطاع البنوك والمؤسسات المالية والاستثمار الأجنبي في قطاع الصناعة والاستثمار الأجنبي في قطاع التأمينات و الاستثمار الأجنبي في قطاع الخدمات). حيث يمكن كتابة المعادلة:

$$DMS_t = B_0 + B_1 IFB_t + B_2 IFA_t + B_3 IFS_t + B_4 IFI_t + \varepsilon_t$$

حيث :

DMS_t : مؤشر السوق

IFS،IFI، IFA،IFB : الاستثمار الأجنبي في قطاع البنوك والمؤسسات المالية وقطاع التأمينات

وقطاع الصناعة وقطاع الخدمات.

معاملات النموذج القياسي: B_0, B_1, B_2, B_3, B_4

t : المشاهدات (الأشهر)

ε_t : حد الخطأ

1 2 تحليل الارتباط (Correlation analysis) :

نقوم بتحليل نتائج الارتباط بين المتغيرات خلال فترة المدروسة وذلك بالاستعانة ببرنامج Eviews 07.

والجدول رقم (3- 12) : نتائج الارتباط بين متغيرات النموذج

المتغيرات	IFS	IFI	IFB	IFA	DMS
IFS	1	0.380471	0.349784	-0.387350	-0.285781
IFI	0.380471	1	-0.010702	-0.194011	-0.271580
IFB	0.349784	-0.010702	1	-0.528037	0.169539
IFA	-0.387350	-0.194011	-0.528037	1	0.156051
DMS	-0.285781	-0.271580	0.169539	0.156051	1

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على بيانات الملحق رقم (01) وبرنامج الإحصائي Eviews 07.

نلاحظ من خلال مصفوفة معاملات الارتباط الواردة أعلاه، أن معامل الارتباط أخذ عدد قيم من موجب وسالب ومتوسط، حيث توجد علاقة ضعيفة بين مؤشر سوق والاستثمار الأجنبي في قطاع البنوك والمؤسسات المالية حيث بلغ معامل الارتباط (15.5%)، أما بين مؤشر السوق والاستثمار الأجنبي في قطاع الخدمات والاستثمار الأجنبي في قطاع الصناعة فقد كانت العلاقة متوسطة وسالبة حيث بلغت (28.5%-، 27%) على التوالي، بينما بلغت قيمة الارتباط بين مؤشر السوق والاستثمار في قطاع التأمينات حوالي (15%) .

أما فيما يخص المتغيرات المستقلة كان معامل الارتباط ضعيفا نوعا ما فيما بينها، حيث سجلت أكبر قيمة موجبة بين الاستثمار الأجنبي في قطاع الصناعة والاستثمار الأجنبي في قطاع الخدمات بقيمة (38%)، بينما سجلت أكبر قيمة سالبة بين الاستثمار الأجنبي في قطاع الخدمات والاستثمار الأجنبي في

قطاع البنوك والمؤسسات المالية حيث بلغت حوالي (- 39%) ،بينما سجلنا أصغر قيمة سالبة بين الاستثمار الأجنبي في قطاع البنوك والمؤسسات المالية والاستثمار الأجنبي في قطاع الصناعة حيث بلغت القيمة حوالي (1%-) .

1 3 تحليل الانحدار (Regression Analysis):

نهدف من خلال تحليل نتائج الانحدار الخطي المتعدد إلى تحديد معالم النموذج المقدر للنموذج لإثبات صحة فروض الدراسة .

وبالاستعانة ببرنامج الإحصائي Eviews07 نحصل على نتائج الانحدار المتعدد التالية :

الجدول رقم (3- 13): نتائج الانحدار الخطي المتعدد للنموذج

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	549.8308	1303.866	0.421693	0.6746
IFB	8.74E-06	1.76E-06	4.965945	0.0000
IFA	5.44E-05	1.79E-05	3.041000	0.0034
IFS	-7.43E-06	1.43E-06	-5.210491	0.0000
IFI	6.59E-05	1.19E-05	5.559443	0.0000
R-squared	0.456127	Mean dependent var	8283.781	
Adjusted R-squared	0.423657	S.D. dependent var	1498.438	
S.E. of regression	1137.573	Akaike info criterion	16.97810	
Sum squared resid	86702881	Schwarz criterion	17.13620	
Log likelihood	-606.2115	Hannan-Quinn criter.	17.04104	
F-statistic	14.04762	Durbin-Watson stat	0.695672	
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج Eviews 07 والملحق رقم(01)

من خلال الجدول أعلاه نحلل نتائج الجدول كما يلي:

1 3 1 - صياغة النموذج:

من خلال الجدول يتبين وجود علاقة طردية بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع ما عدا الاستثمار الأجنبي في قطاع الخدمات وهو ما تظهره معاملات النموذج ، أي وجود علاقة طردية بين مؤشر السوق والاستثمار الأجنبي في كل من قطاع التأمين وقطاع الصناعة وقطاع البنوك والمؤسسات المالية ، بينما توجد

$$\overline{DMS} = 8.74IFB + 5.44IFA - 7.43IFS + 6.59IFI + \varepsilon_t$$

علاقة عكسية بين مؤشر السوق والاستثمار في قطاع الخدمات .وبالتالي يمكن كتابة معادلة النموذج كما يلي:

في الدراسات القياسية لا يكفي تقدير النموذج واستخراج المعادلة في قياس العلاقة بين مؤشر السوق والاستثمار الأجنبي في القطاع الاقتصادية ، حيث لا يمكن اعتماد هذه المعادلة إلا بعد تشخيص القوة الإحصائية وذلك عبر مجموعة من النقاط :

- اختبار معنوية المعالم المقدرة .

- اختبار جودة التوفيق.

- اختبار المعنوية الكلية للنموذج (بواسطة اختبار فيشر).

- اختبار الذاتي للأخطاء (بواسطة إحصائية داربن واتسون DW).

1 3 2 - اختبار معنوية المعالم المقدرة :

نلاحظ من الجدول أعلاه أن احتمال الوقوع في الخطأ من النوع الأول (Prob) للثابت C (B₀) أن Prob تساوي 0.67 وهي أكبر من المستوى المعنوي 5% وبالتالي الثابت ليس له معنوية إحصائية ويمكن حذفه من النموذج، أما فيما يخص احتمال Prob لكل من B₁ و B₂ و B₃ و B₄ فهو أقل من المستوى المعنوي 5% وبالتالي نقبل بالفرضية H₁ ، أي أن المعاملات لها معنوية إحصائية.

1 3 3 - اختبار جودة التوفيق :

إن اختبار جودة التوفيق للنموذج تتم تحديدها من خلال معامل التحديد R² ومن خلال الجدول نلاحظ أن معامل التحديد للنموذج يساوي 0.4561 أي أن المتغيرات المستقلة للدراسة تفسر لنا 45.6% من التغير في مؤشر السوق للفترة المدروسة.

1 3 4 - اختبار المعنوية الكلية للنموذج (بواسطة اختبار فيشر):

يتم اختبار المعنوية الكلية للنموذج من خلال اختبار فيشر، ويتم قبول أو رفض النموذج وذلك بمقارنة القيمة المحسوبة لهذا الاختبار F-Statistic مع القيمة الجدولية لهذا الاختبار، أو من خلال القيمة الاحتمالية لإحصائية فيشر Prob(F-Statistic) مع المستوى المعنوي 5%.
ومن خلال القيمة الاحتمالية لإحصائية فيشر Prob(F-Statistic) والمقدرة ب 00 نجد أنها أقل من المستوى المعنوي 0.05 وبالتالي هنا يتم قبول النموذج إحصائياً، ومنه فالنموذج المقدر له دلالة ومعنوية كلية والمعلم المقدرة للنموذج تختلف على الصفر.

1 3 5 - اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء:

نجد من جملة الفرضيات التي تعتمد عليها طريقة المربعات الصغرى فرضية انعدام الارتباط الذاتي بين الأخطاء. لذا نقوم باختبار للتحقق من وجود هذا الارتباط من عدمه فيجري اختبار دارين - واتسون Durbin-Watson للقيام بذلك ، وهو من أهم الاختبارات الشائعة للكشف عن الارتباط الذاتي من الدرجة الأولى بين الأخطاء المقدرة والشكل التالي يوضح مناطق قبول أو رفض اختبار DW.
الشكل رقم (3-10): مناطق اتخاذ القبول والرفض لاختبار دارين واتسون DW.

0	$d_1=1.49$	$d_2=1.74$	2	$4-D_2=2.26$	$4-d_1=2.51$	4
ارتباط ذاتي موجب	غير محدد	استقلالية التامة بين الأخطاء		غير محدد	ارتباط ذاتي سالب	

من خلال جدول دارين واتسون نجد أن d_1 و d_2 من جدول دارين واتسون، تساويان ($d_1=1.49$ ، $d_2=1.74$)، حيث تمثل قيمة دارين واتسون للنموذج (0.695672) وهي توجد في المجال ما بين (0 - 1.49) وهو مما يدل على وجود ارتباط ذاتي موجب بين من الدرجة الأولى.

المطلب الثالث:تقديم النموذج القياسي باستعمال القيم المصححة لمؤشر سوق الدوحة للأوراق المالية

1 - معالجة الارتباط الذاتي للنموذج :

لدينا النموذج القياسي المقترح لمؤشر سوق الدوحة من الشكل :

$$\bar{DMS} = 8.74IFB + 5.44IFA - 7.43IFS + 6.59IFI + \varepsilon$$

ويمكن عدة طرق لتقدير معامل الارتباط الذاتي من الدرجة الأولى، حيث سنحاول تطبيق طريقة التكرارات وذلك لإزالة الارتباط الذاتي للأخطاء. وفي حالة ما إذا بقي مشكل الارتباط للأخطاء قائما بعد تصحيحه ، فإنه سيتم معالجته بنفس الطريقة ، بإجراء الفروقات من الدرجة الأولى على القيم المصححة حتى يتم معالجة هذا المشكل .

1-1- تقدير معالم الارتباط الذاتي من الدرجة الأولى :

هناك عدة لتقدير معامل الارتباط الذاتي من الدرجة الأول مثل طريق Durbin-Watson، وطريقة Theil-Nagar، وطريقة Cochrane- Orcutt.ولكن سوف نقتصر على استخدام تقدير معامل الارتباط الذاتي P من إحصائية دارين واتسون :

$$p = 1 - \frac{DW}{2}$$

الخطوة الأولى : تقدير P انطلاقا من إحصائية DW، حيث

$$p = 1 - \frac{0.695672}{2} = 0652164$$

$$p = 0652164$$

الخطوة الثانية: تقدير النموذج بعد إجراء التعديلات على المشاهدات بحساب شبه الفروقات :

$$ADMS_t - pDMS_{t-1} = B_0(1 - p) + B_1(AIFB_t - pAIFB_{t-1}) + B_2(AIFA_t - pAIFA_{t-1}) + B_3(AIFS_t - pAIFS_{t-1}) + B_4(AIFI_t - pAIFI_{t-1}) + \varepsilon_t$$

أي : المعالم المقدرة بطريقة المربعات الصغرى هي : $B^*0 = (1-P), B_1, \dots, B_{ir}$

1-2- تقدير النموذج الأولي باستعمال القيم المصححة :

نقوم بتقدير النموذج الأولي السابق ولكن في هذه المرة استخدام القيم المصححة $ADMS_t$ على $AIFB_t$ و $AIFA_t$ و $AIFS_t$ و $AIFI_t$ وذلك بالاستعانة ببرنامج Eviews 07.

الجدول رقم (3-14): نتائج تقدير نموذج مؤشر السوق بعد تصحيح مشكل الارتباط الذاتي للأخطاء

Dependent Variable: ADMS				
Method: Least Squares				
Date: 09/20/14 Time: 17:12				
Sample (adjusted): 2008M02 2013M12				
Included observations: 71 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	3204.010	1034.819	3.096203	0.0029
AIFB	6.66E-06	1.42E-06	4.698345	0.0000
AIFA	4.23E-05	1.42E-05	2.980065	0.0040
AIFS	-6.12E-06	1.13E-06	-5.398708	0.0000
AIFI	4.03E-05	9.39E-06	4.290437	0.0001
R-squared	0.431398	Mean dependent var	8287.034	
Adjusted R-squared	0.396937	S.D. dependent var	1160.245	
S.E. of regression	901.0127	Akaike info criterion	16.51274	
Sum squared resid	53580373	Schwarz criterion	16.67208	
Log likelihood	-581.2021	Hannan-Quinn criter.	16.57610	
F-statistic	12.51855	Durbin-Watson stat	2.220817	
Prob(F-statistic)	0.000000			

من خلال الجدول أعلاه نستنتج صيغة النموذج المصحح الأولي لمؤشر سوق الدوحة بعد تصحيح

مشكل الارتباط الذاتي للأخطاء :

$$ADMS_t = 3204.01 + 6.66AIFB_t + 4.23AIFA_t - 6.12AIFS_t + 4.03AIFI_t + \varepsilon_t$$

1 3 - الدراسة الإحصائية للنموذج :

تتم الدراسة الإحصائية للنموذج من خلال النقاط التالية :

1-3-1- اختبار معنوية المعالم المقدرة :

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن اختبار B_4, B_3, B_2, B_1, C ستيدونت لمعالم النموذج $t-$

statistic (3.09, 4.69, 2.98, -5.39, 4.29) جميعها بالقيمة المطلقة أكبر من القيمة المحدولة

1.959، كما نلاحظ من الجدول أيضا أن احتمال الوقوع في الخطأ من النوع الأول (Prob) للثابت

أن Prob تساوي (0, 0.004, 0, 0.002) على الترتيب ، حيث جميعها أقل من المستوى المعنوي

5% وبالتالي نقبل بالفرضية H_1 ، أي أن المعاملات المقدرة للنموذج جميعها لها معنوية إحصائية.

1-3-2-اختبار جودة التوفيق:

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن معامل التحديد المعدل للنموذج R يساوي 0.39 وأن معامل التحديد للنموذج R^2 يساوي 0.4313 أي أن المتغيرات المستقلة للدراسة تفسر لنا 43.13% من التغير في مؤشر السوق للفترة المدروسة.

1-3-3-اختبار المعنوية الكلية للنموذج (بواسطة اختبار فيشر):

ومن خلال القيمة الاحتمالية لإحصائية فيشر $\text{Prob}(F\text{-Statistic})$ والمقدرة ب 00 نجد أنها أقل من المستوى المعنوي 0.05 وبالتالي هنا يتم قبول النموذج إحصائياً، ومنه فالنموذج المقدر له دلالة ومعنوية كلية والمعلم المقدرة للنموذج تختلف على الصفر.

1-3-4-اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء:

من خلال قيمة دارين واتسون ($DW=2.22$)، نلاحظ من خلال مقارنته بالشكل رقم (3-10) الذي يبين مناطق القبول والرفض لاختبار دارين واتسون أنه لا يوجد ارتباط ذاتي وذلك لأن قيمة دارين واتسون محصورة في مجال الاستقلالية التامة للأخطاء ($D_2=2.26, 4-d_2=1.74$)، مما يدل على عدم وجود ارتباط ذاتي من الدرجة الأولى .

من خلال الدراسة الإحصائية للنموذج نجد أن النموذج مقبول من الناحية الإحصائية لجميع المتغيرات التابعة عن مستوى دلالة 5%، حيث بلغت القدرة التفسيرية حوالي 43.13% ويمكن توضيح ذلك من خلال عرض التمثيل البياني للسلسلة المقدرة مع الحقيقية لمعادلة مؤشر السوق، وهو ما يبينه الشكل التالي :

الشكل رقم (3-11):التمثيل البياني للسلسلة الحقيقية مع النموذج المقدر لمعادلة مؤشر السوق



المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الدراسة وعلى مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews

.07

خلاصة الفصل الثالث :

يعتبر سوق الدوحة للأوراق المالية من الأسواق المالية العربية الأكثر تنظيماً ونمواً اقتصادياً، وذلك من خلال نمو بعض القطاعات الاقتصادية وزيادة عدد الشركات المدرجة فيه، ولعل أهم تطور حصل في السوق هو رفع تصنيف بورصة قطر إلى بورصة صاعدة لدى كل من مؤشر مورجان ستانلي للأسواق الناشئة ومؤشر ستاندر أندبورز، بالإضافة إلى حصولها على العضوية الكاملة في اتحاد البورصات العالمي (WFE)، حيث كانتا من أبرز التطورات التي شهدتها عام 2013، وقد رافق ذلك الانجاز جهد آخر على مستوى المحلي تمثل في العمل على رفع درجة الوعي الاستثماري وتعزيز ثقافة الاستثمار لدى المواطن المحلي والمقيم .

من خلال هذا الفصل فقد قمنا بدراسة اختبار مدى كفاءة سوق الدوحة للأوراق المالية، وذلك بتطبيق مختلف الاختبارات المستخدمة في دراسة ذلك (اختبار الجذر وحدوي، اختبار دكي- فولر(Dickey-Fuller)، اختبار عن طريق التمثيل البياني لدوال الارتباط الذاتي، اختبار فليب بيرون(Philips-Perron)، اختبار(KPSS (1992)، على سلسلة الأسعار اليومية لأسهم الشركات المدرجة في السوق والمعبر عنها بمؤشر السوق المرجح بالقيمة السوقية للأسهم القابلة للتداول، وذلك خلال الفترة الممتدة ما بين (2008/01/01 إلى غاية 2013/12/01)، فقد تحصلنا على النتائج التالية:

- إن سوق الدوحة للأوراق المالية يتميز بوجود جذر وحدوي أي أن السلسلة مستقرة، بالتالي فإن الأسعار تتحرك عشوائياً وأن السوق كفى عند المستوى الضعيف .

- أنه توجد علاقة بين الاستثمار الأجنبي غير المباشر ومؤشر السوق، حيث وجدنا أن تأثير الاستثمار الأجنبي تختلف من قطاع إلى قطاع آخر، إلا أن جميع المتغيرات لها تأثير على مؤشر السوق، حيث نجد نسبة قطاع البنوك والمؤسسات المالية له تأثير الأكبر عن المؤشر ثم تليه قطاع الخدمات الذي له تأثير عكسي على مؤشر السوق ثم تليه قطاع التأمينات ثم قطاع الصناعة.

- فيما يخص النموذج المقترح لمؤشر السوق بدلالة الاستثمار الأجنبي في القطاعات الاقتصادية وذلك بعد تصحيحه وإجراء الفروقات من الدرجة الأولى، توصلنا إلى أن

النموذج مقبول إحصائيا وذلك لوجود دلالة إحصائية كلية على النموذج ، حيث أثبت من خلال معامل التحديد أن الاستثمار الأجنبي غير المباشر في القطاعات الاقتصادية يؤثر بنسبة 43.13% على مؤشر السوق، والنسبة الباقية تؤثر فيها متغيرات أخرى .

الخاتمة

الخاتمة

حاولنا من خلال تناولنا لموضوع أثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء سوق الدوحة للأوراق المالية، معالجة إشكالية البحث التي تدور حول مدى تأثير الاستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء سوق الدوحة للأوراق المالية، وذلك من خلال ثلاث فصول، فصلين نظريين وفصل تطبيقي، بالاعتماد على المنهج والأدوات المشار إليهما في المقدمة وفي الدراسة التطبيقية انطلاقاً من الفرضيات المعتمدة.

حيث تعرضنا في الفصل الأول إلى الجوانب النظرية والفنية لسوق الأوراق المالية وذلك من خلال التعرض إلى الجوانب النظرية له من خلال تحديد موقع سوق الأوراق المالية من السوق المالي، بالإضافة إلى تحديد مفهومه وتصنيفاته وأهم الأدوات المتداولة فيه، بالإضافة إلى تحديد مفهوم وكفاءة سوق الأوراق المالية ومعرفة أهم مؤشرات، بالإضافة إلى تحديد مفهوم التحليل الاستثماري وأدواته.

أما الفصل الثاني الاستثمار الأجنبي غير المباشر وذلك من خلال التعرض إلى الجوانب النظرية من خلال تحديد مفهومه ومزاياه وتصنيفاته، بالإضافة إلى تحديد دوافعه ومحدداته والاتجاهات الحديثة له.

أما الفصل الثالث دراسة تطبيقية لأثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء سوق الدوحة للأوراق المالية، حيث تعرضنا فيه إلى الجوانب النظرية لسوق الدوحة للأوراق المالية وتطورات أداء الاقتصاد القطري، ثم دراسة اختبار كفاءة سوق الدوحة للأوراق المالية وذلك بتطبيق مختلف الاختبارات المستخدمة في ذلك، وكما قمنا بدراسة أثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر في القطاعات الاقتصادية المختلفة على أداء سوق الدوحة، وذلك من خلال القيام بدراسة قياسية لمتغيرات الدراسة والتي تتمثل في الاستثمار الأجنبي غير المباشر في قطاع البنوك والمؤسسات المالية وقطاع التأمين وقطاع الخدمات وقطاع الصناعة كمتغيرات مستقلة ومؤشر السوق كمتغير تابع، وذلك بهدف دراسة العلاقة بين المتغيرات ومعرفة نوع العلاقة ومدى تأثير كل متغير مستقل على المتغير التابع.

وبعد إتمام الدراسة خلصنا إلى مجموعة من النتائج:

1 - استمرت بورصة قطر منذ تأسيسها في التطور لتصبح واحدة من أهم أسواق الأسهم في منطقة

الخليج حيث حققت العديد من الانجازات حيث ارتفع عدد الشركات المدرجة فيها لتشمل

كبريات الشركات القطرية التي تشكل جزءاً مهماً من الاقتصاد الوطني، كما ارتفع عدد

المستثمرين المسجلين الذين أصبحوا أكثر نشاطا وخبرة، وكما احتلت بورصة قطر ثاني أكبر بورصة في المنطقة من حيث الرسالة السوقية، وهي أفضل البورصات الموجودة في المنطقة من حيث العائد الذي يفوق النسب الموجودة حتى أكبر البورصات العالمية. بالإضافة إلى رفع تصنيفها إلى بورصة صاعدة لدى كل من مؤشر مورجان ستانلي للأسواق الناشئة ومؤشر ستاندر بورز، بالإضافة إلى حصولها على العضوية الكاملة في اتحاد البورصات العالمي (WFE)، لتصبح جنبا إلى جنب مع أسواق دول ذات اقتصاديات نامية، بالإضافة إلى متانة الاقتصاد القطري، كل هذه العوامل كانت كفيلة لجذب المستثمرين الأجانب إلى سوق الدوحة للأوراق المالية، وهي ما تثبت صحة الفرضية الأولى.

2 - إن سلسلة أسعار أسهم الشركات المدرجة في السوق والمعبر عنها بمؤشر السوق المرجح بالقيمة السوقية للأسهم القابلة للتداول، وذلك خلال الفترة الممتدة ما بين (2008/01/01 إلى غاية 2013/12/01)، تتميز بوجود جذر وحدوي أي أن السلسلة مستقرة، بالتالي فإن الأسعار تتحرك عشوائيا وأن السوق كفى عند المستوى الضعيف وهو ما يثبت صحة الفرضية الثانية .

3 - تختلف درجة تأثير الاستثمار الأجنبي من قطاع إلى آخر، وأن جميع المتغيرات لها تأثير على مؤشر السوق، فبالنسبة لقطاع البنوك والمؤسسات المالية له تأثير الأكبر عن المؤشر ثم تليه قطاع الخدمات الذي له تأثير عكسي على مؤشر السوق ثم تليه قطاع التأمينات ثم قطاع الصناعة وهو ما يثبت صحة الفرضية الثالثة .

4 - من خلال الدراسة وجدنا أن الاستثمار الأجنبي في القطاعات الاقتصادية له تأثير ذو معنوية إحصائية، وبالتالي هناك علاقة ذات دلالة إحصائية للاستثمار الأجنبي في القطاعات الاقتصادية على مؤشر السوق عند مستوى معنوي 5% وهو ما يثبت صحة الفرضية الرابعة.

توصيات وأفاق الدراسة :

1 - التوصيات :

- بناء على ما ورد في هذه الدراسة وبصفة خاصة نتائجها نقترح مجموعة من التوصيات :
- تحرير سوق الأوراق المالية وربطها بالأسواق العالمية وذلك من أجل جذب الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة لسوق الأوراق المالية المحلية وذلك لتوفير الأموال اللازمة لإقامة وتوسيع المشاريع الاستثمارية للمساهم في تطوير السوق، مع الالتزام بقيود معينة تجعل من هذا الانفتاح لا يتعارض مع السياسة الاقتصادية للدولة .
 - العمل على تطوير القوانين والتنظيمات المنظمة للاستثمار وجعلها تتميز بالوضوح والشفافية، والعمل على تطوير الهيئات الاستثمارية وذلك من أجل ضمان تقديم المعلومات الدقيقة حول الفرص الاستثمارية المتاحة.
 - ضرورة تحسين مستوى الشفافية والإفصاح عن المعلومات، وكشف الشركات المدرجة في البورصة عن واقع أدائها من أجل جذب المستثمر الأجنبي .
 - منح الحوافز والمزايا التفضيلية من أجل زيادة جاذبية الاستثمار الأجنبي غير المباشر ، حيث نجد المستثمر الأجنبي دوماً يبحث عن الاستثمار في الدولة التي تقدم أفضل الحوافز والمزايا خاصة المتعلقة بتحويل الأرباح والإعفاءات الضريبية وغيرها.
 - تشجيع الشركات الوطنية الكبرى على إصدار شهادات الإيداع الدولية وطرحها للتداول عليها في البورصات العالمية ، مما يؤدي بالتعريف بها في الأسواق العالمية.
 - زيادة عملية الخصخصة عن طريق سوق الأوراق المالية مما يؤدي إلى زيادة حجم الإصدارات ونوعها وبالتالي يؤدي إلى زيادة في القيمة السوقية للسوق .

2 - الأفاق :

أما بالنسبة لأفاق البحث فإننا نطرح آفاق علمية جديدة تتمثل في :

- دراسة تأثير المستثمر الأجنبي على المستثمر المحلي في سوق الأوراق المالية
- تأثير الاستثمار الأجنبي على قيمة الأسهم ومقارنتها بالأسواق المتقدمة .
- دور سوق الأوراق المالية في التنمية الاقتصادية
- تقييم أداء المحفظة وفق أداء سوق الأوراق المالية
- القيام بدراسة حصيلة الاستثمار الأجنبي في دول الخليج العربي .

المراجع

المراجع :

أولاً: المراجع باللغة العربية:

- الكتب:

- 1 - أرشد فؤاد التميمي ، وأسامة عزمي سلام ، الاستثمار بالأوراق المالية ، عمان، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، 2004.
- 2 - محمد مطر ، إدارة الاستثمارات ، ط5، عمان ، دار وائل للنشر والتوزيع ، 2009.
- 3 - هوشيار معروف ، الاستثمارات والأسواق المالية ، عمان، دار صفاء للطبع والنشر والتوزيع ، 2003.
- 4 - طاهر حيدر حردان ، أساسيات الاستثمار ، عمان ، دار المستقبل للنشر والتوزيع ، 2009.
- 5 - حسني علي خربوش ، وآخرون ، الأسواق المالية (مفاهيم وتطبيقاتها)، الأردن ، دار زهران للنشر والتوزيع ، 2013.
- 6 - رسمية احمد أبو موسى ، الأسواق المالية والنقدية ، عمان ، المعزز للنشر والتوزيع ، 2008.
- 7 - فيلح حسن خلف، الأسواق المالية والنقدية ، عمان، عالم الكتب الحديث ، 2006.
- 8 - جمال جويدان الجمل ، الأسواق المالية والنقدية ، عمان، دار صفاء للنشر والتوزيع، 2002.
- 9 - عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، 2000.
- 10 - ضياء مجيد موسوي ، البورصات (أسواق المال وأدواتها)، الإسكندرية ، مؤسسة شباب الجامعة ، 2005.
- 11 - عصام حسين ، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، عمان، دار أسامة للنشر والتوزيع ، 2008.
- 12 - أمين السيد أحمد لطفي ، المحاسبة في شركات السمسرة في الأوراق المالية، الإسكندرية ، دار نشر الثقافة، 2008.
- 13 - فيصل محمود الشواوة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية (الأسس النظرية والعملية)، عمان ، دار وائل للنشر والتوزيع ، 2008.
- 14 - بن الضيف محمد عدنان، مقومات الاستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية ، عمان ، دار النفائس للنشر والتوزيع ، 2013.
- 15 - وليد صافي وأنس البكري، الأسواق المالية والدولية، عمان، دار المستقبل، 2009.

- 16 - جلال إبراهيم العبد ، تحليل وتقييم الأوراق المالية ، الإسكندرية ،الدار الجامعية، 2003.
- 17 - أحمد صيام زكي، مبادئ الاستثمار، عمان، دار المناهج، 1997 .
- 18 - منير إبراهيم هندي ، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية ، ط2 ، الإسكندرية،المكتب العربي الحديث ، 2006.
- 19 - سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية و دورها في تمويل التنمية الاقتصادية، القاهرة، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، 1996.
- 20 - مصطفى رشدي شيحة ،زنب حسن عوض الله، الاقتصاد والبنوك وبورصات الأوراق المالية ،المطبعة الحديثة بالقاهرة ، مصر ، 1993.
- 21 - محمد صالح الحناوي، وآخرون، تقييم الأسهم والسندات مدخل للهندسة المالية ،المكتب الجامعي الحديث ،الإسكندرية، 2007.
- 22 - محمود أمين زويل، بورصة الأوراق المالية، موقعها من الأسواق - أحوالها و مستقبلها، الإسكندرية ، دار الوفاء لندنيا الطباعة و النشر، 2000 .
- 23 - أنس البكري، وليد صافي، الأسواق المالية والدولية، عمان ، دار المستقبل للنشر والتوزيع ، 2009 .
- 24 - محمود محمد الداغر، الأسواق المالية(مؤسسات - أوراق -بورصات) ، عمان ، دار الشروق للنشر و التوزيع، 2005 .
- 25 - السيد متولي عبد القادر ، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، عمان ، دار الفكر ، 2010.
- 26 - عاطف وليم اندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية ، مؤسسة شباب الجامعة ، الإسكندرية ، 2005.
- 27 - عبد الغفار حنفي و رسمية قرياقص، الأسواق و المؤسسات المالية(بنوك تجارية -أسواق الأوراق المالية -شركات التأمين -شركات الاستثمار) ، الإسكندرية ، الدار الجامعية ، 2001.
- 28 - محمد يوسف ياسين ،البورصة،بيروت ،منشورات الحلبي الحقوقية ، 2004.
- 29 - جون وايت،ترجمة بدار الفاروق،الاستثمار في السندات والأسهم، القاهرة، دار الفاروق للنشر والتوزيع ،ط2، 2006.
- 30 - سمير عبد الحميد الرضوان ، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، القاهرة، دار النشر للجامعات ، 2004.

- 31 - حاكم الربيعي وآخرون، المشتقات المالية، دار اليازوري، عمان، الأردن، 2011.
- 32 - زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقية، عمان، دار وائل للنشر، 2007.
- 33 - طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية، الإسكندرية، الدار الجامعية، 2001.
- 34 - مروان شموط، كنجو عبود كنجو، أسس الاستثمار، القاهرة، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، 2008.
- 35 - - إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، الإسكندرية، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، 2000.
- 36 - طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الإسكندرية، الدار الجامعية، 2006.
- 37 - عبد المجيد المهيلي، التحليل الفني للأسواق المالية، ط5، دار البلاغ للنشر والطباعة والتوزيع، 2006.
- 38 - طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الإسكندرية، الدار الجامعية، 2000.
- 39 - عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية (أسهم - سندات - وثائق الاستثمار - الخيارات)، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2005.
- 40 - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، 1997.
- 41 - عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية، الإسكندرية، دار الفكر الجامعي، 2008.
- 42 - محمد عبد الحميد محمد عطية، الاستثمار في البورصة، الإسكندرية، دار التعليم العالي، 2011.
- 43 - عصران جلال عصران، الاستثمار غير مباشر في محافظ الأوراق المالية، الإسكندرية، دار التعليم الجامعي، 2010.
- 44 - ابن منظور، لسان العرب، ط4، ج3، بيروت، دار صادر، 2003.
- 45 - محمد إبراهيم عبد الرحيم، اقتصاديات الاستثمار والتمويل والتحليل المالي، الإسكندرية، مؤسسة شباب الجامعة، 2008.
- 46 - فاضل محمد العبيدي، البيئة الاستثمارية، عمان، مكتبة المجتمع العربي، 2012.

- 47 - عبد الكريم بعداش ، الاستثمار الأجنبي المباشر آثاره على الاقتصاد الجزائري ،رسالة دكتورا ة (غير منشورة) ،الجزائر،كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير،جامعة الجزائر،2007.
- 48 - عمر هاشم محمد صدقة، ضمانات الاستثمارات الأجنبية في القانون الدولي،الإسكندرية، دار الفكر الجامعي،2008 .
- 49 - نشأت علي عبد العال،الاستثمار والترباط الاقتصادي الدولي، الإسكندرية ،دار الفكر الجامعي ،2012.
- 50 - عبد السلام أبو قحف، اقتصاديات الأعمال والاستثمار الدولي ، الإسكندرية ،مكتبة الإشعاع ،2001.
- 51 - ماهر كنج شكري، مروان عوض،المالية الدولية والعملات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق، عمان ،دار حامد للنشر والتوزيع،،2004.
- 52 - دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، عمان،دار اليازوري للنشر والتوزيع،2009.
- 53 - فايز سليم حداد ، الإدارة المالية ، الطبعة الثانية ، عمان ،دار الحامد للنشر و التوزيع ،2009.
- 54 - أحمد فريد مصطفى، الإقتصاد النقدي و المصرفي،، الإسكندرية، مؤسسة شباب الجامعة ،2009 .
- 55 - وسام ملاك ، البورصات والأسواق المالية العالمية، الجزء الثاني، بيروت، ،دار المنهل اللبناني ،2003.
- 56 - غازي فلاح المومني ، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة ، عمان ، دار المناهج للنشر والتوزيع ،2009.
- 57 - محمد مطر، إدارة الاستثمارات الإطار النظر والتطبيقات العملية ، ط3،عمان،دار وائل للنشر،2004،.
- 58 - محمود محمد الداغر ، الأسواق المالية (مؤسسات- أوراق- بورصات) ،عمان، دار الشروق للنشر و التوزيع.
- 59 - قاسم نايف علوان ، إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق،عمان، دار الثقافة للنشر والتوزيع،عمان،الأردن،

- الملتقيات والندوات والمؤتمرات -

- 60 - زيدان محمد ،نورين بومدين ،دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية في الجزائر (المعوقات والأفاق)، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات- دراسة حالة الجزائر والدول النامية- ،بسكرة يومي 21 / 22 نوفمبر 2006.
- 61 - هشام محمد فرج،المضاربة الأجنبية في الأسواق المالية الناشئة دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية المصري، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون.

- مذكرات وأطروحات

- 62 - بن عيسى عبد القادر ، أثر استخدام المشتقات المالية ومساهمتها في إحداث الأزمة المالية العالمية، رسالة ماجستير (غير منشورة) ، الجزائر، جامعة ورقلة ، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية علوم التسيير، 2012.
- 63 - صايفي عمار، محددات الاستثمار المحفظي وأثاره على أسواق الأوراق المالية دراسة مقارنة بين مصر تونس والجزائر، مذكرة ماجستير، الجزائر، جامع بومرداس ، 2008.
- 64 - صلاح الدين شريط، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية ،دراسة تجرية جمهورية مصر العربية مع إمكانية تطبيقها على الجزائر،رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتورا ة، جامعة الجزائر 3 ، 2011.
- 65 - محمد الهاشمي حجاج ، أثر الأزمة المالية على أداء سوق الأوراق المالية ، رسالة ماجستير غير منشورة، الجزائر ، جامعة قاصدي مرباح (ورقلة) ، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير ، 2011-2012.

- المجالات والدوريات

- 66 - أياد طاهر محمد، الاستثمار الأجنبي غير المباشر وانعكاسه على تداول الأسهم العادية دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة العدد الخاص بمؤتمر الكلية، 2013.

- 67 - ظافر طاهر حسان ، دور الاستثمار الأجنبي في تفعيل السياسة الخارجية العراقية ،مجلة دراسات دولية ، العدد الرابع والأربعون ،جامعة بغداد، 2013.
- 68 - محمد كمال أبو عمشة الاستثمار في أسواق المال الخليجية ودورها في جذب الاستثمارات الأجنبية دراسة حالة بورصة قطر ، مجلة بحوث اقتصادية عربية ، العددان 61 و62، 2013.
- 69 - مفتاح صالح،العولمة المالية،مجلة العلوم الإنسانية،العدد الثاني،جامعة محمد خيضر-بسكرة،2002.
- 70 - مفتاح صالح، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، دراسة لواقع سوق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث العدد السابع ، جامعة ورقلة، 2010.
- 71 -

1 التقارير

- 72 - التقرير السنوي لمصرف قطر المركزي، العدد 36، 2012.
- 73 - النشرة الإحصائية الفصلية مصرف قطر المركزي المجلد 34، العدد 1، 2014.
- 74 - النشرة الإحصائية الفصلية مصرف قطر المركزي المجلد 33، العدد 4، 2013.
- 75 - صندوق النقد العربي،النشرة الفصلية لقاعدة بيانات الأسواق العربية ، ديسمبر ، 2013.
- 76 - صندوق النقد العربي النشرة الفصلية لقاعدة بيانات الأسواق المالية العربية العدد75- 2013.

2 المواقع الالكترونية

- 77 - بورصة عمان
- 78- www.ase.com.jo/ar
- 79 - بورصة السعودية (تداول)
- 80- www.dfm.ae
- 81 - بورصة السعودية (تداول)
- 82- www.tadawul.com.sa
- 83 - منظمة الأونكتاد

84- www.unctad.org

3 -قوانين

- 85 - القرار الوزاري رقم (10) لسنة 1999، اللائحة الداخلية لسوق الدوحة للأوراق المالية .
86 - القانون رقم 14 لسنة 1995، اللائحة الداخلية لسوق الدوحة للأوراق المالية.

ثانيا : المراجع باللغة الفرنسية :

- 87- Jean Barreau ,Jacqueline Delahaye,Folorence Delahaye
,Gestion Financiere,13e edition Dunod, paris,2004.
- 88- Dov Ogien, pratique de Marche financier, Ed, Dunond, paris,,2007.
- 89- Bertrand Jacquillat et Bruno solnik, Marches Finance ,Gestion Portefeuilles et
des risques, édition,,Donod, paris,1990.
- 90- Alain Martinet, lexiques de Gestion,5^e Edition, Dalloz, Paris, 2000.
- 91- Joel Priolon ,les marches finances , Paris, 2004.
- 92- Patrick Instruments et Marches Financers, Edition management, Paris, 1992.
- 93- Richard Brealey, Stewart Myers ,Franklin Allen, principesde gestion
financier,8^e edition Pearson , Paris ,2006.
- 94- Leigh Stevens, Essential Technical analysis, John wiley, sons,Inc, New York
,2002.
- 95- J.Teulie, P.Topsacalion, Finance, edvuibert, Paris, 1997.
- 96- Jaques Margerin et Gérard Ausset, Choix des investissements, 1^e édition,
sedifor, St-Laurent-du var, France, 1979
- 97- Daniels,John D. Radebaugh, Lee H. International Business Environments and
Operations,9TH Edition, Prentice Hall, Australia,2001
- 98- Ball, Donald A. Mcculloch,Jr. International Business: The Challenge of
Global
Competition, McGraw-hill, Irwin, U.S.A . 2008.

- 99– Reilly, Frank K. Brown, Keith C. Investment Analysis and Portfolio Management , 6th Edition , South-Western, U.K.1996.
- 100– Mondher Bellalah , gestion des Risques de tausc d'intérêt et de change , 1e édition , de Boeck,2005.

الملاحق

الملحق رقم (1)

الفترة	القطاعات	عدد الأسهم المكتتب بها	تعاملات غير القطريين	الفترة	القطاعات	عدد الأسهم المكتتب بها	تعاملات غير القطريين
2008 جانفي	البنوك والمؤسسات المالية	2.521.932.167	555.098.549	2008 نوفمبر	البنوك والمؤسسات المالية	2.521.932.167	555.098.549
	التأمين	110.160.600	6.895.403		التأمين	110.160.600	93.999.000
	الصناعة	822.132.524	71.811.092		الصناعة	822.132.524	765.994.524
	الخدمات	2.595.900.878	206.034.541		الخدمات	2.595.900.878	1.817.878.534
		6.050.126.169	839.839.585			4.104.813.247	
2008 فيفري	البنوك والمؤسسات المالية	2.521.932.167	564.526.933	2008 ديسمبر	البنوك والمؤسسات المالية	2.521.932.167	564.526.933
	التأمين	110.160.600	8.485.235		التأمين	110.160.600	104.884.600
	الصناعة	822.132.524	72.976.717		الصناعة	822.132.524	765.994.524
	الخدمات	2.595.900.878	104.884.600		الخدمات	2.595.900.878	974.425.369
		6.050.126.169	750.873.485			5.425.092.861	
2008 مارس	البنوك والمؤسسات المالية	2.521.932.167	585.028.411	2009 جانفي	البنوك والمؤسسات المالية	2.521.932.167	585.028.411
	التأمين	110.160.600	8.817.846		التأمين	110.160.600	104.884.600
	الصناعة	822.132.524	76.580.080		الصناعة	822.132.524	815.994.524
	الخدمات	2.595.900.878	206.034.541		الخدمات	2.595.900.878	1.817.878.534
		6.050.126.169	876.460.878			4.104.813.247	
2008 أفريل	البنوك والمؤسسات المالية	2.602.312.140	588.782.611	2009 فيفري	البنوك والمؤسسات المالية	2.602.312.140	588.782.611
	التأمين	142.013.850	9.179.970		التأمين	142.013.850	104.884.600
	الصناعة	822.132.524	77.832.711		الصناعة	822.132.524	726.357.524
	الخدمات	2.595.900.878	245.943.229		الخدمات	2.595.900.878	2.436.364.215
		6.162.359.392	921.738.521			5.824.255.494	
2008 ماي	البنوك والمؤسسات المالية	2.620.151.501	586.629.075	2009 مارس	البنوك والمؤسسات المالية	2.620.151.501	586.629.075
	التأمين	142.013.850	9.651.329		التأمين	142.013.850	110.160.600
	الصناعة	822.132.524	77.426.845		الصناعة	822.132.524	816.357.524
	الخدمات	2.618.688.802	253.570.784		الخدمات	2.618.688.802	2.559.234.211
		6.202.986.392	927.278.034			5.983.684.502	
2008 يونان	البنوك والمؤسسات المالية	2.632.934.497	689.231.828	2009 أفريل	البنوك والمؤسسات المالية	2.632.934.497	689.231.828
	التأمين	147.128.850	10.400.009		التأمين	147.128.850	110.160.600
	الصناعة	832.584.505	77.678.562		الصناعة	832.584.505	816.357.524

228.780.235	2.618.452.85 9	الخدمات		254.072.10 9	2.559.234.21 1	الخدمات	
785.792.034	6.231.100.71 1			1.031.382.69	5.983.684.502		
478.613.499	2.632.934.49 7	البنوك والمؤسسات المالية	ماي 2009	551.916.50 6	2.497.932.16 7	البنوك والمؤسسات المالية	جويلية 2008
12.487.635	147.128.850	التأمين		10.420.050	110.160.600	التأمين	
67.692.024	832.584.505	الصناعة		77.582.903	822.132.524	الصناعة	
233.425.500	2.618.452.85 9	الخدمات		256.732.55 6	2.595.900.87 8	الخدمات	
782.218.659	6.231.100.71 1			896.652.01 4	6.050.126.18 9		
325.249.074	2.272.934.49 7	البنوك والمؤسسات المالية	يونان 2009	567.321.57 7	2.521.932.16 7	البنوك والمؤسسات المالية	أوت 2008
12.688.851	147.128.850	التأمين		10.264.711	110.160.600	التأمين	
68.228.265	832.584.505	الصناعة		75.352.199	822.132.524	الصناعة	
254.079.946	2.616.188.80 2	الخدمات		248.726.01 1	2.959.900.87 8	الخدمات	
640.246.137	5.368.836.65 4			901.664.49 7	6.050.126.18 9		
361.288.756	2.272.934.49 7	البنوك والمؤسسات المالية	جويلية 2009	547.485.80 0	2.521.869.09 9	البنوك والمؤسسات المالية	سبتمبر 2008
12.817.505	147.128.850	التأمين		10.057.240	110.160.600	التأمين	
68.582.514	876.911.283	الصناعة		72.258.786	822.132.524	الصناعة	
250.308.367	3.470.588.80 2	الخدمات		238.484.12 7	2.595.900.87 8	الخدمات	
692.997.142	6.767.563.43 2			868.285.95 3	6.050.126.18 9		
354.749.557	2.272.934.49 7	البنوك والمؤسسات المالية	أوت 2009	519.719.53 2	2.521.932.16 7	البنوك والمؤسسات المالية	أكتوبر 2008
10.637.772	147.128.850	التأمين		9.422.132	110160.600	التأمين	
66.402.781	876.911.283	الصناعة		68.854.277	822.132.524	الصناعة	
248.877.133 6	3.470.588.80 2	الخدمات		233.543.20 6	2.595.900.87 8	الخدمات	
680.667.245	6.767.563.43 2			831.539.14 6	6.050.126.18 9		

الفترة	القطاعات	عدد الأسهم المكتتب بها	تعاملات غير القطريين	الفترة	القطاعات	عدد الأسهم المكتتب بها	تعاملات غير القطريين
سبتمبر 2009	البنوك والمؤسسات المالية	2.401.265.91 0	363.239.972	جويلية 2010	البنوك والمؤسسات المالية	2.272.934.49 7	363.239.972
	التأمين	153.522.600	10.494.396		التأمين	147.128.850	10.494.396
	الصناعة	910.638.543	71.425.746		الصناعة	876.911.283	71.425.746
	الخدمات	5.713.155.50 0	255.885.712		الخدمات	3.470.588.80 2	255.885.712
		9.181.582.55 3	701.045.827			6.767.563.43 2	701.045.827
أوت 2009	البنوك والمؤسسات المالية	2.401.265.91	362.424.601	أوت 2009	البنوك والمؤسسات المالية	2.272.934.49	362.424.601

	0				7	المالية	
14.943.971	153.522.600	التأمين		12.819.847	147.128.850	التأمين	
75.904.595	910.638.543	الصناعة		71.986.511	876.911.283	الصناعة	
348.068.976	5.713.155.50	الخدمات		254.752.765	3.480.588.80	الخدمات	
	0				2		
786.168.008	9.181.582.55			701.483.723	6.768.563.43		
	3				2		
350.967.037	2.401.265.91	البنوك والمؤسسات المالية		358.252.431	2.272.934.49	البنوك والمؤسسات المالية	نوفمبر 2009
	0				7		
15.075.234	153.522.600	التأمين	سبتمبر 2010	12.878.562	147.128.850	التأمين	
76.484.884	910.638.543	الصناعة		17.743.855	876.911.283	الصناعة	
340.014.591	5.713.155.50	الخدمات		253.143.356	3.471.588.80	الخدمات	
	0				2		
782.541.745	9.181.582.55			696.018.204	6.768.563.43		
	3				2		
353.189.090	2.401.265.91	البنوك والمؤسسات المالية		349.209.932	2.272.934.49	البنوك والمؤسسات المالية	ديسمبر 2009
	0				7		
11.419.832	153.522.600	التأمين	أكتوبر 2010	12.964.504	147.128.850	التأمين	
77.534.900	910.638.543	الصناعة		72.520.098	876.911.283	الصناعة	
266.396.856	5.816.155.50	الخدمات		272.555.360	3.471.588.80	الخدمات	
	0				2		
708.540.678	9.281.582.55			707.252.894	6.768.563.43		
	3				2		
361.553.688	2.401.265.91	البنوك والمؤسسات المالية		349.296.355	2.272.934.49	البنوك والمؤسسات المالية	جانفي 2010
	0				7		
15.385.942	153.522.600	التأمين	نوفمبر 2010	13.135.991	147.128.850	التأمين	
78.327.001	910.638.543	الصناعة		73.234.226	876.911.283	الصناعة	
274.119.394	5.816.155.50	الخدمات		255.460.133	5.667.185.49	الخدمات	
	0				3		
729.386.025	9.281.582.55			691.126.706	8.964.160.12		
	3				3		
368.751.618	2.401.265.91	البنوك والمؤسسات المالية		354.860.305	2.371.883.14	البنوك والمؤسسات المالية	فيفري 2010
	0				2		
16.752.398	153.522.600	التأمين	ديسمبر 2010	13.293.455	147.128.850	التأمين	
82.586.559	910.638.543	الصناعة		74.471.607	903.423.783	الصناعة	
281.952.470	5.816.155.50	الخدمات		256.070.133	5.667.185.49	الخدمات	
	0				3		
750.043.045	9.281.582.55			689.716.696	9.054.496.36		
	3				0		
368.087.969	2.401.265.91	البنوك والمؤسسات المالية		353.035.143	2.388.035.72	البنوك والمؤسسات المالية	مارس 2010
	0				3		
17.168.746	153.522.600	التأمين	جانفي 2011	14.599.622	153.522.600	التأمين	
84.685.766	910.638.543	الصناعة		73.447.384	876.911.283	الصناعة	
282.318.070	5.816.155.50	الخدمات		254.924.122	5.667.185.49	الخدمات	
	0				3		
752.256.551	9.281.582.55			691.222.588	9.088.575.02		
	3				1		
370.557.252	752.256.551	البنوك والمؤسسات المالية	فيفري 2011	353.453.621	2.401.265.91	البنوك والمؤسسات المالية	أفريل
					0		

17.225.648	2.562.388.20 8	التأمين		14.599.341	153.522.600	التأمين	
84.730.373	153.522.600	الصناعة		73.082.588	883.826.043	الصناعة	
274.339.899	5.816.155.50 0	الخدمات		404.253.304	6.120.331.68 1	الخدمات	
746.913.172	9.442.704.85 1			845.388.854	9.558.946.23 4		
370.010.935	2.594.693.37 0	البنوك والمؤسسات المالية	مارس 2011	348.749.308	2.401.265.91 0	البنوك والمؤسسات المالية	ماي 2010
20.159.822	166.310.100	التأمين		14.678.156	153.522.600	التأمين	
90.969.976	915.515.234	الصناعة		80.224.013	910.638.543	الصناعة	
288.095.178	5.886.173.66 2	الخدمات		259.174.300	5.773.981.68 1	الخدمات	
769.235.411	9.562.692.36 6			699.665.513	9.239.408.73 4		
362.089.454	2.530.778.38 6	البنوك والمؤسسات المالية	أقربل 2011	345.506.330	2.401.265.91 0	البنوك والمؤسسات المالية	يونان 2010
19.948.738	166.310.100	التأمين		14.672.768	153.522.600	التأمين	
93.465.806	946.515.234	الصناعة		75.728.630	910.638.543	الصناعة	
290.905.688	5.886.173.66 2	الخدمات		253.628.649	5.713.155.50 0	الخدمات	
766.409.685	9.528.777.38 2			689.536.377	9.181.582.55 3		

تعاملات غير القطريين	عدد الأسهم المكتتب بها	القطاعات	الفترة	تعاملات غير القطريين	عدد الأسهم المكتتب بها	القطاعات	الفترة
344.202.423	2.763.660.56 3	البنوك والمؤسسات المالية	مارس 2012	367.713.452	2.658.001.92 0	البنوك والمؤسسات المالية	ماي 2011
22.048.288	191.945.700	التأمين		19.917.880	166.310.100	التأمين	
92.412.439	1.124.883.44 2	الصناعة		93.358.727	945.515.234	الصناعة	
270.794.061	6.053.978.99 6	الخدمات		292.782.806	5.886.173.66 2	الخدمات	
729.457.211	10.134.468.701			773.772.865	9.656.000.91 6		
356.299.549	2.763.660.56 3	البنوك والمؤسسات المالية	أقربل 2012	365.282.852	2.658.001.92 0	البنوك والمؤسسات المالية	يونان 2011
21.888.639	191.945.700	التأمين		19.821.005	166.310.100	التأمين	
70.162.964	1.590.414.46 9	الصناعة		93.193.905	948.533.942	الصناعة	
25.205.450	252.774.569	الخدمات		289.280.789	5.886.173.66 2	الخدمات	
473.556.602	4.887.282.10 1			767.578.551	9.704.019.62 4		
353.762.137	2.763.660.56 3	البنوك والمؤسسات المالية	ماي 2012	363.399.377	2.658.001.92 0	البنوك والمؤسسات المالية	يونيو 2011
21.694.913	191.945.700	التأمين		19.920.734	166.310.100	التأمين	
67.401.136	1.590.414.46 9	الصناعة		93579.408	948.533.942	الصناعة	

24.378.622	252.774.569	الخدمات		283.151.449	5.886.173.66 2	الخدمات	
467.236.807	4.887.282.10 1			760.050.968	9.704.019.62 4		
334.358.780	2.763.660.56 3	البنوك والمؤسسات المالية	جوان 2012	355.742.765	2.658.001.92 0	البنوك والمؤسسات المالية	أوت 2011
21.564.684	191.945.700	التأمين		19.773.798	166.310.100	التأمين	
66.026.843	1.590.414.46 9	الصناعة		92.019.893	948.533.942	الصناعة	
23.605.391	252.774.569	الخدمات		280.049.178	5.886.173.66 2	الخدمات	
445.555.698	4.887.282.10 1			747.585.634	9.704.019.62 4		
330.996.729	2.763.660.56 3	البنوك والمؤسسات المالية	جويلية 2012	349.403.316	2.658.001.92 0	البنوك والمؤسسات المالية	سبتمبر 2011
21.447.997	191.945.700	التأمين		19.787.733	166.310.100	التأمين	
66.088.087	1.590.414.46 9	الصناعة		277.832.966	948.533.942	الصناعة	
23.554.797	252.774.569	الخدمات		277.832.966	5.886.173.66 2	الخدمات	
442.087.609	4.887.282.10 1			736.756.100	9.704.019.62 4		
331.295.418	2.763.660.56 3	البنوك والمؤسسات المالية	أوت 2012	339.584.935	2.658.001.92 0	البنوك والمؤسسات المالية	أكتوبر 2011
21.332.585	191.945.700	التأمين		19453.673	166.310.100	التأمين	
65.970.081	1.590.414.46 9	الصناعة		87.812.745	948.533.942	الصناعة	
23.536.794	252.774.569	الخدمات		269.726.361	5.886.173.66 2	الخدمات	
442.134.878	4.887.282.10 1			716.577.715	9.704.019.62 4		
327.943.017	2.763.660.56 3	البنوك والمؤسسات المالية	سبتمبر 2012	333.727.494	2.658.001.92 0	البنوك والمؤسسات المالية	نوفمبر 2011
21.218.264	191.945.700	التأمين		19.317.548	166.310.100	التأمين	
65.022.157	1.590.414.46 9	الصناعة		88.368.353	948.533.942	الصناعة	
23.199.441	252.774.569	الخدمات		269.850.250	5.886.173.66 2	الخدمات	
437.383.378	4.887.282.10 1			711.263.644	9.704.019.62 4		
325.599.513	2.763.660.56 3	البنوك والمؤسسات المالية	أكتوبر 2012	333.289.486	2.658.001.92 0	البنوك والمؤسسات المالية	ديسمبر 2011
21.188.528	191.945.700	التأمين		19.135.106	166.310.100	التأمين	
65.815.451	1.590.414.46 9	الصناعة		86.697.932	948.533.942	الصناعة	
23.503.144	252.774.569	الخدمات		266.479.757	5.886.173.66 2	الخدمات	
436.106.637	4.887.282.10 1			707.602.281	9.704.019.62 4		

322.275.093	2.763.660.56 3	البنوك والمؤسسات المالية	نوفمبر 2012	335.029.642	2.721.613.68 7	البنوك والمؤسسات المالية	جانفي 2012
20.996.789	191.945.700	التأمين		14.683.667	166.310.100	التأمين	
65.557.886	1.590.414.46 9	الصناعة		83.935.293	948.533.942	الصناعة	
23.437.845	252.774.569	الخدمات		258.990.023	936.876.062	الخدمات	
432.267.614	4.887.282.10 1			692.638.608	9.773.333.39 1		
315.074.977	2.763.660.56 3	البنوك والمؤسسات المالية	ديسمبر 2012	332.061.748	2.721.613.68 7	البنوك والمؤسسات المالية	فيفري 2012
21.024.859	191.945.700	التأمين		50.484.967	181.174.950	التأمين	
65.558.199	1.590.414.46 9	الصناعة		82.332.303	948.533.942	الصناعة	
23.448.515	252.774.569	الخدمات		263.089.662	936.876.062	الخدمات	
425.106.551	4.887.282.10 1			697.968.680	9.828.590.87 6		

الفترة	القطاعات	عدد الأسهم المكتسب بها	تعاملات غير القطريين	الفترة	القطاعات	عدد الأسهم المكتسب بها	تعاملات غير القطريين
جانفي 2013	البنوك والمؤسسات المالية	2.937.465.21 3	321.845.610	جويلية 2013	البنوك والمؤسسات المالية	2.883.590.76 3	2.883.590.76
	التأمين	243.894.207	20.666.491		التأمين	191.945.700	
	الصناعة	1.656.819.26 9	66.866.905		الصناعة	1.601.819.26 9	
	الخدمات	275.786.319	23.363.138		الخدمات	252.774.569	
		5.113.947.00 8	432.742.543			4930.130.301	
فيفري 2013	البنوك والمؤسسات المالية	2.937.465.21 3	281.360.858	أوت 2013	البنوك والمؤسسات المالية	2.883.590.76 3	2.883.590.76
	التأمين	243.894.207	22.070.172		التأمين	209.783.520	
	الصناعة	1.656.819.26 9	66.684.481		الصناعة	1.601.819.26 9	
	الخدمات	275.786.319	23.587.495		الخدمات	252.774.569	
		5.113.947.00 8	393.703.007			4.947.968.12 1	
مارس 2013	البنوك والمؤسسات المالية	2.937.465.21 3	282.779.589	سبتمبر 2013	البنوك والمؤسسات المالية	2.883.590.76 3	2.883.590.76
	التأمين	243.894.207	23.800.415		التأمين	222.488.490	
	الصناعة	1.656.819.26 9	72.214.359		الصناعة	1.656.819.26 9	
	الخدمات	275.786.319	25.456.430		الخدمات	275.786.319	
		5.113.947.00 8	404.250.494			5.038.666.84 1	
أفريل 2013	البنوك والمؤسسات المالية	2.937.465.21 3	25.280.666	أكتوبر 2013	البنوك والمؤسسات المالية	2.937.465.21 3	2.937.465.21
	التأمين	243.894.207	73.896.511		التأمين	222.488.490	
	الصناعة	1.656.819.26 9	23.797.073		الصناعة	1.656.819.26 9	
	الخدمات	275.786.319	286.636.066		الخدمات	275.786.319	

408.895.630	5.113.947.00 8			409.610.315	5.092.541.29 1		
324.664.128	2.937.465.21 3	البنوك والمؤسسات المالية	نوفمبر 2013	284.909.531	2.937.465.21 3	البنوك والمؤسسات المالية	ماي 2013
19.236.611	243.894.207	التأمين		24.742.348	243.894.207	التأمين	
74980.090	1.656.819.26 9	الصناعة		74.742.348	1.656.819.26 9	الصناعة	
28.616.215	275.786.319	الخدمات		25.434.418	275.786.319	الخدمات	
447.497.044	5.113.947.00 8			409.907.761	5.113.947.00 8		
290.738.206	2.937.465.21 3	البنوك والمؤسسات المالية	ديسمبر 2013	284.922.535	2.937.465.21 3	البنوك والمؤسسات المالية	جوان 2013
19.770.753	243.894.207	التأمين		24.434.771	243.894.207	التأمين	
75.736.627	1.656.819.26 9	الصناعة		72.921.109	1.656.819.26 9	الصناعة	
28.291.602	275.786.319	الخدمات		25.111.594	275.786.319	الخدمات	
414.537.187	5.113.947.00 8			407.930.009	5.113.947.00 8		

الملحق رقم (2)

6. TABLE DE DURBIN-WATSON
Risque $\alpha = 5 \%$

n	k = 1		k = 2		k = 3		k = 4		k = 5	
	d ₁	d ₂	d_{1}	d_{2}	d_{1}	d_{2}	d_{1}	d_{2}	d_{1}	d_{2}
15	1,08	1,36	0,95	1,54	0,82	1,75	0,69	1,97	0,56	2,21
16	1,10	1,37	0,98	1,54	0,86	1,73	0,74	1,93	0,62	2,15
17	1,13	1,38	1,02	1,54	0,90	1,71	0,78	1,90	0,67	2,10
18	1,16	1,39	1,05	1,53	0,93	1,69	0,82	1,87	0,71	2,06
19	1,18	1,40	1,08	1,53	0,97	1,68	0,86	1,85	0,75	2,02
20	1,20	1,41	1,10	1,54	1,00	1,68	0,90	1,83	0,79	1,99
21	1,22	1,42	1,13	1,54	1,03	1,67	0,93	1,81	0,83	1,96
22	1,24	1,43	1,15	1,54	1,05	1,66	0,96	1,80	0,86	1,94
23	1,26	1,44	1,17	1,54	1,08	1,66	0,99	1,79	0,90	1,91
24	1,27	1,45	1,19	1,55	1,10	1,66	1,01	1,78	0,93	1,90
25	1,29	1,45	1,21	1,55	1,12	1,66	1,04	1,77	0,95	1,89
26	1,30	1,46	1,22	1,55	1,14	1,65	1,06	1,76	0,98	1,88
27	1,32	1,47	1,24	1,56	1,16	1,65	1,08	1,76	1,01	1,86
28	1,33	1,48	1,26	1,56	1,18	1,65	1,10	1,75	1,03	1,85
29	1,34	1,48	1,27	1,56	1,20	1,65	1,12	1,74	1,05	1,83
30	1,35	1,49	1,28	1,57	1,21	1,65	1,14	1,74	1,07	1,82
31	1,36	1,50	1,30	1,57	1,23	1,65	1,16	1,74	1,09	1,81
32	1,37	1,50	1,31	1,57	1,24	1,65	1,18	1,73	1,11	1,80
33	1,38	1,51	1,32	1,58	1,26	1,65	1,19	1,73	1,13	1,80
34	1,39	1,51	1,33	1,58	1,27	1,65	1,21	1,73	1,15	1,80
35	1,40	1,52	1,34	1,58	1,28	1,65	1,22	1,73	1,16	1,80
36	1,41	1,52	1,35	1,59	1,29	1,65	1,24	1,73	1,18	1,80
37	1,42	1,53	1,36	1,59	1,31	1,66	1,25	1,72	1,19	1,80
38	1,43	1,54	1,37	1,59	1,32	1,66	1,26	1,72	1,21	1,79
39	1,43	1,54	1,38	1,60	1,33	1,66	1,27	1,72	1,22	1,79
40	1,44	1,54	1,39	1,60	1,34	1,66	1,29	1,72	1,23	1,79
45	1,48	1,57	1,43	1,62	1,38	1,67	1,34	1,72	1,29	1,77
50	1,50	1,59	1,46	1,63	1,42	1,67	1,38	1,72	1,34	1,77
55	1,53	1,60	1,49	1,64	1,45	1,68	1,41	1,72	1,38	1,77
60	1,55	1,62	1,51	1,65	1,48	1,69	1,44	1,73	1,41	1,77
65	1,57	1,63	1,54	1,66	1,50	1,70	1,47	1,73	1,44	1,77
70	1,58	1,64	1,55	1,67	1,52	1,70	1,49	1,74	1,46	1,77
75	1,60	1,65	1,57	1,68	1,54	1,71	1,51	1,74	1,47	1,77
80	1,61	1,66	1,59	1,69	1,56	1,72	1,53	1,74	1,51	1,77
85	1,63	1,67	1,60	1,70	1,57	1,72	1,55	1,75	1,52	1,77
90	1,63	1,68	1,61	1,70	1,59	1,73	1,57	1,75	1,54	1,78
95	1,64	1,69	1,62	1,71	1,60	1,73	1,58	1,75	1,56	1,78
100	1,65	1,69	1,63	1,72	1,61	1,74	1,59	1,76	1,57	1,78

k est le nombre de variables exogènes (constante exclue).
n est la taille de l'échantillon.

الملحق رقم (3)

	2013		2013		2012		
	ديسمبر	نوفمبر	أكتوبر	الربع الرابع	الربع الثالث	الربع الرابع	
	Dec	Nov	Oct	Q4	Q3	Q4	
Number of Listed Companies							عدد الشركات المدرجة
Qatar Exchange	42	42	42	42	42	42	بورصة قطر
Market Capitalization							القيمة السوقية
Qatari Riyal (Million)	555,606	555,027	553,106	555,606	524,053	468,216	مليار القطري (دولار)
In US Dollar (Million)	152,589	152,430	151,940	152,589	143,923	128,592	مليارات الدولار الأمريكي (دولار)
Trading Volume							حجم التداول
Qatari Riyal (Million)	7,340.5	8,659.0	4,727.3	20,726.8	18,829.1	23,854.2	مليار القطري (دولار)
In US Dollar (Million)	2,016.0	2,378.1	1,298.6	5,692.3	5,171.1	6,551.4	مليارات الدولار الأمريكي (دولار)
Traded Shares (Million)	224.7	256.1	111.0	591.9	443.7	943.6	عدد الأسهم المتداولة (دولار)
Number of trading days	21	19	18	58	63	63	عدد أيام التداول
Average daily trading	96.0	125.2	72.1	98.1	82.1	104.0	متوسط التداول اليومي
Turnover ratio (%)	1.3	1.6	0.9	3.7	3.6	5.1	معدل دوران السهم (%)
New Issues							الإصدارات الأولية
Number of issues	.	.	.	.	.	.	عدد الإصدارات
Value of issues (Million \$)	.	.	.	.	.	.	قيمة الإصدار لمليون دولار
Local Indices							المؤشرات المحلية
QE- Local index	10,379.6	10,375.1	9,837.5	10,379.6	9,608.3	8,510.2	مؤشر بورصة قطر
Change in index	0.0	5.5	2.4	8.0	3.6	4.8	نسبة التغير في المؤشر (%)
P/E ratio	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	مضاعف السعر في العكس
P/BV ratio	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	مضاعف السعر في القيمة المتبقية
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	الربح (%)
AMF Index							مؤشر صندوق النقد العربي
Number of stocks in the sample	34	34	34	34	34	34	عدد الشركات المدرجة في المؤشر
Market capitalization in \$ US	90,519.2	89,266.6	87,010.2	90,519.2	86,604.1	79,041.9	القيمة السوقية لمليون دولار
Index (Dec. 2001=100)	669.3	660.0	643.4	669.3	640.4	584.4	مؤشر الأسعار ديسمبر 2001=100
Change in index (%)	1.4	2.6	0.5	4.5	1.9	1.6	التغير في مؤشر الأسعار (%)
Exchange Rates							معدلات الصرف
Exchange rate (end of period)	3.6412	3.6412	3.6403	3.6412	3.6412	3.6411	ر الصرف في نهاية الفترة
Change in the exchange rate (%)	0.0000	-0.0247	0.0247	0.0000	-0.0027	0.0000	نسبة التغير في المعدل الصرف (%)

الملحق رقم (04)

المصطلحات الاقتصادية باللغة الانجليزية	المصطلحات الاقتصادية باللغة العربية	المصطلحات الاقتصادية باللغة الانجليزية	المصطلحات الاقتصادية باللغة العربية
Realtor	السمسار	Gross domestic product	إجمالي الناتج المحلي
broker	الوسيط	Financial market	السوق المالي
orders	الأوامر	Money market	سوق النقد
Market orders	أوامر السوق	Stock market	سوق الأوراق المالية
Limit orders	الأوامر المحددة	Present market	الأسواق الحاضرة
Special orders	الأوامر الخاصة	The primary market	السوق الأولية
Stop- order	أمر الإيقاف	Secondary Market	السوق الثانوية
Stop-Loss order	أوامر تتعلق بالبيع	Regulated market	السوق المنظمة
(Stop-Buy order)	أوامر تتعلق بالشراء	Unregulated market	السوق غير المنظمة
Stocks	الأسهم	The third Market	السوق الثالثة
Far value	القيمة الاسمية	The fourth market	السوق الرابعة
Book value	القيمة الدفترية	Future Markets	الأسواق المستقبلية
Market value	القيمة السوقية	stock market managemen	إدارة سوق الأوراق المالية
common stock	الأسهم العادتي	Investors category	فئة المستثمرين
Preferred stock	الأسهم الممتازة	Exporters category	فئة المصدرين
Bonds	السندات	Financial intermediaries category	فئة الوسطاء الماليين
Option Contracts	عقود الخيار	Delegate President	المندوب الرئيس
purchase option	خيار الشراء	Price Limit of orders	الأوامر المحددة لسعر التنفيذ
Put option	خيار البيع	Real value	القيمة الحقيقية أو العادلة
Speculation	المضاربة	Guaranteed bonds	سندات مضمونة
Hedging	التحوط	Government bonds	سندات حكومية

Futur contract	العقود المستقبلية	Non-governmental bonds	سندات غير حكومية
Swap contract	عقود المبادلة	Convertible bonds	سندات قابلة للتحويل
purchase option	خيار الشراء	Bonds are non-transferable	سندات غير قابلة للتحويل
Put option	خيار البيع	Fundamental Analysis	التحليل الأساسي
Technical Analysis	التحليل الفني	Economic Analysis	تحليل الاقتصاد
Perfectly efficiency	الكفاءة الكاملة	Average daily trading	متوسط التداول اليومي
price Efficient	كفاءة التسعير	Investor Sentiment	مقاييس ميل المستثمرين
Indexes	المؤشرات	Barrons.s Confidence Index	مؤشر الثقة
kolse index	مؤشر كولس	High-Low Index	مؤشر مستويات العليا والدنيا
Niekkei index	مؤشر نيكاي	Advance-Decline Ratio	مؤشر الارتفاع والانخفاض
Investment	الاستثمار	short sales index	مؤشر البيع على المكشوف
real investment	الاستثمارات الحقيقية	Contrary Opinion	مقاييس وجهة النظر المضادة
local investments	الاستثمارات المحلية	Odd-Lot Balance Index	مؤشر توازن كميات الكسرية
Investment Funds	صناديق الاستثمار	Professional Investor	مقاييس المستثمر المحترف
International stocks	الأسهم الدولية	Specialists short sales Ratio	نسبة البيع على المكشوف للمتخصصين
The securities	الأوراق المالية	Big Block Index	مؤشر الكميات الكبيرة
foreign bond	السند الأجنبي	Relative Strength Index	مؤشر القوة النسبية
Euro bond	السند الأورو	Bar Chart	خرائط الأعمدة البيانية
investment companies	شركات الاستثمار	Support & Resistance	خريطة المستويات المساعدة والمقاومة
Risk	المخاطرة	Head & Shoulder Move	خريطة الرأس والأكتاف
Closed-End funds	شركات	efficiency of the stock	كفاءة سوق الأوراق

	الاستثمار ذات النهاية المغلقة	market	المالية
systematic risk	مخاطر منتظمة	Economic efficiency	الكفاءة الاقتصادية
inflation risks	مخاطر التضخم	Operational efficiency	كفاءة التشغيل
Open-End fund	شركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة	The weak form efficiency	كفاءة السوق عند المستوى الضعيف
Non systematic risk	مخاطر غير منتظمة	The Semi- strong form efficiency	كفاءة السوق عند المستوى شبه القوي
exchange rate risks	مخاطر سعر الصراف	The strong form efficiency	كفاءة السوق عند المستوى القوي
stability of income flow	استقرار تدفق الدخل	The Dow Jones Industrial Average	مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة
Political risk	مخاطر السياسية	Financial Times Stock Exchange	مؤشر الفاينانشيال تايمز
Interest rate risk	مخاطر سعر الفائدة	financial investments	الاستثمارات المالي
tax risks	مخاطر الضرائب	Foreign investments	الاستثمارات الخارجية
Other risk	مخاطر أخرى	Foreign investment	الاستثمار الأجنبي
The portfolios General	المحافظ العامة	Foreign indirect investmen	الاستثمار الأجنبي غير المباشر
growth in capital	النمو في رأس المال	foreign individual investors	المستثمرين الأجانب الأفراد
Diversification	التنوع	foreign investors institutions	المستثمرين الأجانب المؤسسات
portfolio growth	محافظ النمو	open investment funds	صناديق الاستثمار المفتوحة
portfolio income	محافظ الدخل	closed investment funds	صناديق الاستثمار المغلقة

The portfolios special	المحافظ الخاصة	global versions Securities	الإصدارات العالمية أو الدولية للأوراق المالية
mixed portfolio	محافظ مختلطة	Global Depository Receipt	شهادات الإيداع الدولية
Growth	النمو	International bonds	السندات الدولية
Return	العائد	Insurance companies	شركات التأمين
Risk	المخاطرة	Risk of a lack of information	مخاطر نقص المعلومات
The planning	التخطيط	Investment Portfolio	المحفظة الاستثمارية
Exchange rate	سعر الصرف	optimal investment portfolio	المحفظة الاستثمارية المثلى
The portfolios monetary	المحافظ النقدية	International Investment Portfolio	المحفظة الاستثمارية الدولية
the internal factors	العوامل الداخلية	The portfolios compound	المحافظ المركبة
The external factors	العوامل الخارجية	reservation and prudence	التحفظ والتعقل
speculating	المضاربة	supervision and follow-up	الإشراف والمتابعة
Market index	مؤشر السوق	The direct management	الإدارة المباشرة
Market capitalization	رسملة السوق	The Management by proxy	الإدارة بالوكالة
Inflation	التضخم	the collective management	الإدارة الجماعية
Foreign trade and balance of payments	التجارة الخارجية وميزان المدفوعات	Investment portfolio management strategy	إستراتيجية إدارة محافظ الاستثمار
Correlation analysis	تحليل الارتباط	the tax incentives	الحوافز الضريبية
The Economic cycles	الدورات الاقتصادية	Passive management of portfolio investment	الإدارة السلبية لمحفظة الاستثمار
Capital market	سوق رأس المال	effective management of investment portfolio	الإدارة الفعالة لمحفظة الاستثمار

Regression Analysis	تحليل الانحدار	the macro-economic policy	السياسة الاقتصادية الكلية
Turnover Ratio	معدل دوران السهم	fiscal and monetary policy	السياسة المالية والنقدية
Economic Factors	العوامل الاقتصادية	Value of shares traded	قيمة الأسهم المتداولة
Economic growth	النمو الاقتصادي	Number of shares traded	عدد الأسهم المتداولة

